



VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA  
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA FINANČÍ

Posouzení finanční výkonnosti potravinářské společnosti  
Financial Performance Evaluation of the Company in the Food Processing Industry

Student: Bc. Monika Jurásková  
Vedoucí bakalářské práce: Ing. Dagmar Richtarová, Ph.D.

Ostrava 2014

# Zadání diplomové práce

**Bc. Monika Jurásková**

Student:

N6202 Hospodářská politika a správa

Studijní program:

6202T010 Finance

Studijní obor:

00 Finance

Specializace:

Téma:

Posouzení finanční výkonnosti potravinářské společnosti  
Financial Performance Evaluation of the Company in the Food  
Processing Industry

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
2. Charakteristika a popis metod finanční výkonnosti
3. Finančně - ekonomická charakteristika společnosti
4. Zhodnocení finanční výkonnosti vybrané společnosti
5. Závěr

Seznam použité literatury

Seznam zkratk

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Seznam příloh

Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

DLUHOŠOVÁ, Dana a kol. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 3. upr. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 225 s. ISBN 978-80-86929-68-2.

MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku*. 3. upr. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 494 s. ISBN 978-80-86829-67-5.

ŠULÁK, Milan a Emil VACÍK. *Měření výkonnosti firem*. 1. vyd. Praha: Eupress, 2004. 90 s. ISBN 80-86754-33-2.

Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.


Vedoucí diplomové práce: **Ing. Dagmar Richtarová, Ph.D.**

Datum zadání: 22.11.2013

Datum odevzdání: 25.04.2014

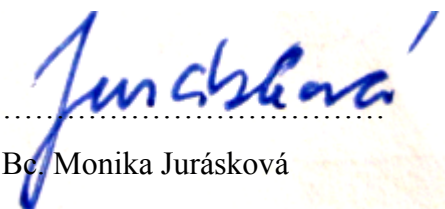
  
Ing. Iveta Ratmanová, Ph.D.  
vedoucí katedry



  
prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová  
děkanka fakulty

„Prohlašuji, že jsem celou práci, včetně všech příloh, vypracovala samostatně. Přílohy č. 1 a 2, dané mi k dispozici, jsem samostatně doplnila.“

V Ostravě dne 25. 4. 2014

  
.....  
Bc. Monika Jurásková

## Obsah

1. Úvod .....	5
2. Charakteristika a popis metod finanční výkonnosti .....	6
2.1 Finanční řízení a výkonnost podniku .....	6
2.1.1 Pojetí výkonnosti podniku .....	6
2.1.2 Činitelé ovlivňující výkonnost .....	7
2.2 Přístupy k měření výkonnosti .....	8
2.2.1 Účetní ukazatele .....	9
2.2.2 Ekonomické ukazatele .....	11
2.2.3 Tržní ukazatele .....	12
2.2.4 Ukazatele value drivers .....	13
2.3 Ekonomická přidaná hodnota (EVA) .....	13
2.3.1 Podstata a stanovení EVA .....	13
2.3.2 Vyčíslení NOPAT .....	15
2.3.3 Vyčíslení NOA .....	16
2.3.4 Vyčíslení nákladů kapitálu .....	18
2.3.5 Náklady na vlastní kapitál .....	20
2.3.6 Další využití ukazatele EVA .....	24
2.3.7 Způsoby zvyšování hodnot EVA .....	25
2.3.8 Pyramidový rozklad ukazatelů .....	26
2.4 Ukazatel CF z investic (CFROI – Cash Flow Return On Investment) .....	27
3. Finančně – ekonomická charakteristika společnosti .....	30
3.1 Charakteristika společnosti .....	30
3.1.1 Základní údaje a organizační struktura společnosti .....	30
3.1.2 Historie a současnost společnosti .....	31
3.2 Srovnání společnosti s odvětvím .....	33
4. Zhodnocení finanční výkonnosti vybrané společnosti .....	36

4.1	Analýza výkonnosti společnosti pomocí ukazatele EVA – Entity .....	36
4.1.1	Vyčíslení operačních aktiv .....	36
4.1.2	Vyčíslení operačního výsledku hospodaření - NOPAT .....	40
4.1.3	Vyčíslení průměrných nákladů na kapitál - WACC.....	43
4.1.4	Zhodnocení finanční výkonnosti dle ukazatele EVA - Entity.....	47
4.2	Analýza výkonnosti společnosti pomocí ukazatele EVA – Equity .....	48
4.3	Pyramidový rozklad EVA - Equity .....	50
4.3.1	Srovnání pyramidového rozkladu EVA – Equity společnosti s odvětvím.....	54
4.4	Analýza výkonnosti společnosti pomocí ukazatele CFROI .....	58
5.	Závěr.....	65
	Seznam použité literatury .....	66
	Seznam zkratk .....	67
	Prohlášení o využití výsledků diplomové práce	
	Seznam příloh	

# 1. Úvod

Jestliže chce podnik obstát mezi obrovským množstvím konkurenčních společností, je důležité mít kvalitní podklady pro efektivní řízení podniku. Posouzení výsledků finanční analýzy, vývoje odvětví a ekonomické přidané hodnoty představuje efektivní způsob, jakým lze identifikovat silné a slabé stránky podniku a na základě toho se vedení podniku dokáže zaměřit na zvýšení výkonnosti, konkurenceschopnosti, atraktivnosti pro investory a být tak i ekonomicky úspěšnou a stabilní společností.

Cílem diplomové práce je posouzení finanční výkonnosti potravinářské společnosti MADETA, a. s. v letech 2008 – 2012.

Diplomová práce bude rozdělena do pěti kapitol, včetně úvodu a závěru. Druhá kapitola je věnována charakteristice a popisu metod finanční výkonnosti. V této kapitole budou blíže popsány pojmy související s finanční výkonností a jejím hodnocením. Z oblasti finanční analýzy budou popsány účetní, ekonomické a tržní ukazatele. Dále v této kapitole bude popsán postup výpočtu ekonomické přidané hodnoty (EVA) a CF z investic (CFROI). Pozornost bude věnována rovněž stanovení pyramidového rozkladu ukazatele EVA – Equity.

Ve třetí kapitole bude provedena finančně – ekonomická charakteristika společnosti MADETA, a. s. Nejprve bude společnost představena a následně srovnána s odvětvím na základě vybraných ukazatelů rentability.

Čtvrtá kapitola bude zaměřena na zhodnocení finanční výkonnosti společnosti MADETA, a. s. Analýza výkonnosti společnosti MADETA, a. s. bude stanovena na základě výpočtů ekonomické přidané hodnoty na bázi provozního zisku (EVA – Entity) a na bázi zúženého hodnotového rozpětí (EVA – Equity). Za účelem jejího stanovení budou vyčíslena operační aktiva (NOA), operační výsledek hospodaření (NOPAT) a průměrné náklady na kapitál (WACC). Ekonomická přidaná hodnota bude rozložena na prvočinitele pomocí pyramidového rozkladu. Následně bude provedena analýza společnosti dle ukazatele cash flow return on investment (CFROI). Na základě dosažených výsledků bude provedeno shrnutí finanční výkonnosti potravinářské společnosti MADETA, a. s.

## **2. Charakteristika a popis metod finanční výkonnosti**

V úvodu kapitoly jsou vymezeny klíčové pojmy a jednotlivé ukazatele finanční výkonnosti podniku. Dále jsou podrobně charakterizovány moderní metody používané při hodnocení finanční výkonnosti podniku. Moderními metodami jsou především ekonomická přidaná hodnota (EVA) a ukazatel CF z investic (CFROI). Výchozími publikacemi jsou Dluhošová (2010), Kislingerová (2007), Mařík (2011) a Šulák (2004).

### **2.1 Finanční řízení a výkonnost podniku**

Charakteristickým rysem současné doby v oblasti řízení ekonomiky ve světě je snaha udržet tempo rozvoje na vysoké úrovni a dále posun k vývoji nových technologií s důrazem na nižší náklady. Česká ekonomika, která je řazena mezi tzv. malé otevřené ekonomiky, je stále více zapojována do evropského hospodářského prostoru a prosazována k tržním postupům a nástrojům řízení a rozhodování.

Finanční řízení je nedílnou součástí celkového řízení podniku. Představuje způsob dosažení rovnováhy mezi finanční výkonností, kapitálovou strukturou a solventností. Zároveň má finanční řízení dynamické aspekty, tzn., že je nutno regulovat strategický, taktický i operativní rozsah a variabilitu v čase. Firmu v závislosti na čase lze rozdělit do vývojových fází, které se liší specifickými rysy, především strukturu peněžních toků a potřebu kapitálu. S každým stupněm vývoje firmy jsou spojeny i rozdílné cíle. Mezi základní dlouhodobý cíl podniku lze pokládat růst tržní hodnoty firmy a zvyšování finanční výkonnosti podniku. Významnou úlohou finančního řízení je zajištění dostatečné výše finančních zdrojů a jejich následného efektivního využití v souladu s dosaženou finanční rovnováhou.

#### **2.1.1 Pojetí výkonnosti podniku**

Výkonnost podniku lze definovat jako schopnost podnikatelského subjektu co nejefektivněji zhodnotit investice vložené do podnikatelské činnosti. Podniková výkonnost může být hodnocena z odlišných hledisek různými aktéry vystupujícími na trhu. Rozdílně ji tedy hodnotí vlastníci, manažeři i zákazníci podniku.

Z pohledu vlastníka podniku je výkonnou firmou ta, která je schopna dosáhnout co nejvyššího zhodnocení kapitálu jimi vloženého do firmy a za nejkratší čas. Důležitými měřítky pro vlastníky je pak návratnost investice, ekonomická přidaná hodnota a hodnota firmy.



Zákazníci si představují výkonnou firmu tak, aby byla schopna včas předvídat jejich potřeby a přání a zároveň nabídnout kvalitní produkt za cenu, která odpovídá jeho představě. Podle zákazníka jsou měřítkem této schopnosti kvalita, dodací lhůta a cena výrobku.

Podle manažera je výkonná firma ta, která prosperuje, má stabilní podíl na trhu, loajální zákazníky, nízké náklady, vyrovnané peněžní toky a její hospodaření je likvidní a rentabilní. Z pohledu manažerů je měřítkem této schopnosti rychlost reakce na změny vnějšího prostředí a na vznik nových podnikatelských příležitostí.

### **2.1.2 Činitelé ovlivňující výkonnost**

Finanční výkonnost je dle Šulák (2005) silným měřítkem pro konkurenční pozici firmy a její atraktivnost pro investory. Proto je aspekt finanční síly důležitý k určení podnikatelské strategie a k posouzení silných a slabých stránek podniku. Za základní faktory ovlivňující výkonnost podniku lze považovat:

- rozvoj efektivního marketingu,
- hospodárné využívání zdrojů,
- vytváření a využívání konkurenčních výhod.

Rozvoj efektivního marketingu nabývá na významu se stálým nárůstem produkčního potenciálu firem, který významně předčil růst spotřebních možností celého trhu. Většina společností se dnes pohybuje na trzích, zatížených hyperkonkurencí. Zakládat svoji konkurenční výhodu na neustálém snižování cen není efektivní a tedy smysluplné, protože vždy je na světě někdo levnější. Ze strategického pohledu podniku nabývá marketing stále vyššího významu. Je to zapříčiněno již zmíněnou hyperkonkurencí, která způsobuje nárůst potřeby efektivního marketingu a tím i nárůst nákladů na marketing. Hlavní příčinou růstu nákladů na marketing jsou fúze a převzetí, tedy procesy konsolidace většiny průmyslových odvětví.

Hospodárné využívání zdrojů znamená neustále přizpůsobovat výrobní činnost (uspořádání zdrojů) tak, aby provoz byl dostatečně úsporný a umožňoval se přizpůsobit cenové hladině srovnatelných výrobků. Důležitým požadavkem je také zajištění odpovídajících termínů z hlediska pružnosti a pohotovosti v reakci na požadavky zákazníků, včetně zabezpečení srovnatelných dodacích lhůt. Pro tyto faktory existují ve společnostech tradiční nástroje měření v podobě rozpočtů, kalkulací a účetnictví.

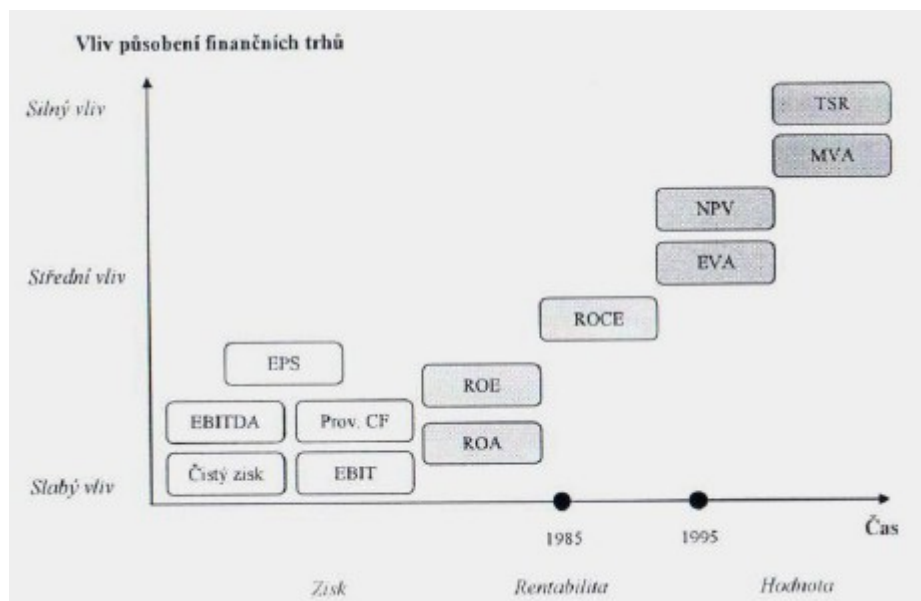
Třetí požadavek je zaměřený na vytváření a využívání konkurenčních výhod. Důraz je

především kladen na aktivní inovační politiku podniku, zaměřenou na uspokojování nových potřeb zákazníků. I v tomto případě lze různými ukazateli indikovat žádoucí stav ve firmě. Klasickým ukazatelem může být podíl výdajů určených na výzkum a vývoj z celkových příjmů, počet realizovaných zlepšovacích návrhů apod.

## 2.2 Přístupy k měření výkonnosti

Standardy měření výkonnosti jsou stále obnovovány novými podnikatelskými přístupy. V současné době je velkou snahou vylepšovat standardní metody a zlepšovat přístup k informacím, racionalizovat finanční řízení. Z hlediska hodnocení efektivnosti podnikových aktivit se přechází od tradičních ukazatelů měření výkonnosti směrem k preferování tržní hodnoty podniku, viz Obr. č. 2.1. Zvyšování efektivní alokace kapitálu je způsobeno rostoucí informační efektivností kapitálových trhů.

Obr. č. 2.1: Vývoj finančních ukazatelů výkonnosti podniků



Zdroj: Dluhošová (2010)

Nová koncepce finančního řízení *Shareholder Value* je postavena na upravených finančních ukazatelích, které umožňují lépe analyzovat činnosti, které dlouhodobě zvyšují hodnotu pro akcionáře a také celkovou hodnotu firmy. Shareholder Value lze vnímat ve dvou směrech:

- Shareholder Value jako měřítko výkonu,
- Shareholder Value jako nejvyšší podnikový cíl.

Z pohledu Shareholder Value jako měřítko výkonu jde akcionářům především o maximalizaci svého bohatství.

Jelikož akcionáři společnost vlastní, je přirozené, že jako racionální investoři očekávají dlouhodobý výnos své investice. Požadují vyšší výnos, než kterého by mohli při stejném riziku dosáhnout jinde. Pokud tomu tak není, znamená to, že se jim nepodařilo dostatečně zhodnotit vložený kapitál a mohla by být v budoucnu ohrožena samotná existence firmy. Z pohledu druhého je prioritním cílem maximalizace užitku akcionářů prostřednictvím maximalizace majetku akcionářů.

Dalším přístupem je Stakeholder Approach, u kterého jsou do cíle podniku zahrnuty nejen zájmy akcionářů, ale také dalších zúčastněných (např. věřitelů, investorů, zaměstnanců, spolupracovníků apod.). Tyto koncepty se odlišují tím, že u Shareholder Value konceptu je uspokojení požadavků zákazníků nebo zájmů zaměstnanců bráno jako prostředek pro dosažení vyšší hodnoty pro akcionáře, nikoliv jako cíl sám o sobě.

Analytické procesy spojené s hodnocením finanční výkonnosti podniku mají z časového hlediska dvě základní zaměření:

- 1) analýzu finanční výkonnosti lze aplikovat k vyhodnocení dopadů rozhodnutí, která byla učiněna v minulosti;
- 2) výsledky a závěry vyplývající z hodnocení finanční výkonnosti lze využít k vyhodnocení finančního plánu v souvislosti s předpokládaným vývojem podniku v budoucnosti.

Podle síly vlivu působení finančních trhů a míry přechodu od účetních k tržním hodnotovým kategoriím lze ukazatele měření výkonnosti rozdělit následovně:

- účetní ukazatele,
- ekonomické ukazatele,
- ukazatele tržní.

### **2.2.1 Účetní ukazatele**

Účetní ukazatele, používané od poloviny 80. let 20. stol., jsou založeny na účetní definici zisku, což většinou nevyjadřuje schopnost podniku generovat hotovostní toky. S tímto faktem souvisí určité problémy. Mezi účetní ukazatele například patří:

- ukazatel čistého zisku na jednu akcii,
- ukazatel rentability vlastního kapitálu,
- ukazatel rentability dlouhodobě investovaného kapitálu,

- rentabilita aktiv.

### **Ukazatel čistého zisku na jednu akcii**

Ukazatel čistého zisku na jednu akcii (Earnings per Share – EPS) informuje akcionáře o výši zisku na jednu kmenovou akcii, který by mohl být vyplacen ve formě dividend, za předpokladu nereinvestování podniku. Využívá se především k srovnání akcií různých podniků. Lze jej vyjádřit jako:

$$EPS = \frac{EAT}{\text{počet kusů kmenových akcií}} \quad (2.1)$$

kde  $EAT$  je čistý zisk.

### **Ukazatel rentability vlastního kapitálu**

Ukazatel rentability vlastního kapitálu (Return on Equity – ROE) hodnotí celkovou výnosnost vlastního kapitálu, tzn. výnosnost kapitálu vlastníků i akcionářů. Pomocí tohoto ukazatele akcionáři zjišťují, zda jejich kapitál přináší dostatečný výnos. Akcionář požaduje, aby výnos za vložený kapitál (dividenda z akcií, podíl na zisku z vloženého vkladu apod.) byl vyšší než cena, kterou by obdržel při jiné formě. Tento požadavek je oprávněný, protože investor, který vložil svůj kapitál do vlastního jmění podniku, nese poměrně vysoké riziko (spojené se špatným hospodařením či dokonce úpadkem podniku, při němž by mohl přijít o svůj kapitál). Rentabilitu vlastního kapitálu lze vyjádřit následovně:

$$ROE = \frac{EAT}{VK}, \quad (2.2)$$

kde  $VK$  je vlastní kapitál.

### **Ukazatel rentability dlouhodobě investovaného kapitálu**

Pomocí ukazatele rentability dlouhodobě investovaného kapitálu (Return on Capital Employed – ROCE) jsme schopni vyjádřit efektivnost hospodaření podniku z dlouhodobého hlediska. K investování je používán vlastní kapitál (např. od akcionářů) i dlouhodobý cizí kapitál (prostředky věřitelů). Lze jej zapsat jako:

$$ROCE = \frac{EBIT}{VK + \text{dlouhodobé dluhy}}, \quad (2.3)$$

kde  $EBIT$  je zisk před zdaněním a úroky.

## Rentabilita aktiv

Rentabilita aktiv (Return on Total Assets – ROA) je dána poměrem zisku před úroky a zdaněním a celkových aktiv investovaných do podnikání, bez ohledu na zdroje financování. Bývá proto považován za klíčové měřítko rentability. Rentabilitu aktiv lze zapsat takto:

$$ROA = \frac{EBIT}{A}, \quad (2.4)$$

kde  $A$  jsou celková aktiva.

### 2.2.2 Ekonomické ukazatele

Ekonomické ukazatele vznikly v důsledku zjištění, že vývoj rentability nemusí vždy přímo souviset s produkcí hodnoty pro vlastníky. Aby bylo možno určit hodnotu, musí se výnosy porovnat s náklady na kapitál. Pokud jsou použity náklady na celkový kapitál WACC, lze odhadnout, zda byla či nebyla vytvořena hodnota. Ekonomické ukazatele na rozdíl od účetních ukazatelů zohledňují veškeré náklady na investovaný kapitál. Ve výpočtu těchto ukazatelů je promítnut faktor rizika i časový horizont. Nejdůležitějšími ekonomickými ukazateli jsou:

- čistá současná hodnota (NPV),
- ekonomická přidaná hodnota (EVA) jako ukazatel na bázi ekonomického zisku,
- ukazatel CF z investic (CFROI).

Ukazatele ekonomická přidaná hodnota (EVA) a CF z investic (CFROI) budou podrobně popsány v kapitolách 2.3 a 2.4.

### Čistá současná hodnota

Čistá současná hodnota (Net Present Value – NPV) je dle Dluhošová (2010) nepochybně nejvhodnějším ukazatelem tvorby hodnoty, který umožňuje propočtení vytvořené hodnoty. Jedná se o rozdíl mezi současnou hodnotou volných CF a počátečních jednorázových výdajů. NPV tedy vyjadřuje nárůst hodnoty majetku spojené s realizací daného projektu. Nevýhodou je však skutečnost, že musí být odhadnuty volné finanční toky na několik budoucích období a ne všichni externí analytici mají přístup ke všem nezbytným informacím. NPV lze vyjádřit následovně:

$$NPV = \sum_{t=0}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t}, \quad (2.5)$$

kde  $CF_t$  jsou peněžní toky v jednotlivých letech,  $n$  je doba životnosti projektu a  $r$  je diskontní úroková míra.

### 2.2.3 Tržní ukazatele

Tržní ukazatele výkonnosti vyjadřují hodnocení činnosti podniku a budoucí výhled z pohledu trhu. Důležité jsou především pro současné a budoucí investory. Zobrazují totiž jakou návratnost (prostřednictvím dividend nebo růstem ceny akcií) mohou očekávat od vložených prostředků. Mezi významné tržní ukazatele patří:

- tržní přidaná hodnota (MVA),
- ukazatel tržní výnos akciového kapitálu (TSR).

#### Tržní přidaná hodnota

Tržní přidaná hodnota (Market Value Added – MVA) je považován za nejpřesnější měřítko bohatství, které podnik vytvořil. Vyplývá to ze skutečnosti, že kurs akcií na efektivním akciovém trhu zohledňuje všechny relevantní veřejně dostupné informace. Jestli podnik uspěje při tvorbě MVA, záleží na míře výnosnosti. Pokud je míra výnosnosti vyšší než náklady kapitálu podniku, akcie firmy jsou na trhu obchodovány s premií. V opačném případě jsou akcie obchodovány s diskontem. Tržní přidaná hodnota je na bázi hodnotového rozpětí vyjádřena následovně:

$$MVA = MV - C, \quad (2.6)$$

kde  $MV$  je celková tržní hodnota podniku a  $C$  je celkový investovaný kapitál.

Ke zvýšení MVA dochází v případě, kdy hodnota investovaného kapitálu se sníží při zachování tržní hodnoty podniku nebo pokud vzroste tržní hodnota podniku při neměnném objemu investovaného kapitálu.

#### Ukazatel tržní výnos akciového kapitálu

Ukazatel tržní výnos akciového kapitálu (Total Shareholder Return – TSR) je tržním ukazatelem pro vlastníky, tedy výnos, který získají akcionáři z koupě akcií. Ukazatel je relativně vyjádřen a je roven součtu dividendového výnosu a kapitálového výnosu. Matematicky jej lze vyjádřit následovně:

$$TSR = \frac{C_{t+1} - C_t + DIV}{C_t}, \quad (2.7)$$

kde  $C_{t+1}$  ( $C_t$ ) je tržní cena akcie v čase  $t+1$  ( $t$ ) a  $DIV$  je vyplácená dividendy na akcii.

## 2.2.4 Ukazatele value drivers

Další skupina ukazatelů, která se využívána ke zjištění výkonnosti podniku se nazývá **value drivers**. Value drivers tvoří predikční ukazatele výkonnosti, které jsou základem podnikové výkonnosti. Jelikož jsou tyto ukazatele pro každý podnik i odvětví velmi specifické, je nutné je stanovit a modifikovat pro každou výrobní jednotku zvlášť.

Mezi praktiky je dle Dluhošová (2010) častým zvykem provést analýzu value drivers dekompozicí ROCE (rentability dlouhodobých zdrojů) na jejich prvotní komponenty, tedy na EBIT (zisk před úroky a zdaněním) a C (kapitál). Reálné value drivers však mohou být nalezeny i dekompozicí na faktory, které ovlivňují tržby a náklady.

## 2.3 Ekonomická přidaná hodnota (EVA)

Ekonomická přidaná hodnota (Economic Value Added – EVA) je v podstatě měřítkem výkonnosti firmy, které vzniklo s cílem motivovat manažery k orientaci na růst hodnoty pro akcionáře, a kterým byly odstraněny nedostatky tradičních ukazatelů (účetních ukazatelů). Zavedením tohoto ukazatele byla potřeba najít takový ekonomický ukazatel, který by dle Mařík (2011):

- vykazoval co nejúžší vazbu na hodnotu akcií (shareholder value). Tato vazba by měla být prokazatelná statistickými propočty;
- umožňoval by využít co nejvíce informací a údajů poskytovaných účetnictvím včetně ukazatelů, které jsou na účetních údajích postaveny. Tento požadavek směřuje jednak ke snížené pracnosti propočtu a jednak ke zvýšení komunikativnosti s dosavadní praxí;
- překonával dosavadní námitky proti účetním ukazatelům postihujícím finanční efektivnosti. Především je třeba, aby zahrnoval kalkulaci rizika;
- umožňoval hodnocení výkonnosti a zároveň i ocenění podniků.

Pojem ekonomická přidaná hodnota se stále více prosazuje v ekonomické praxi podniků v zemích s vyspělou tržní ekonomikou.

### 2.3.1 Podstata a stanovení EVA

Na rozdíl od ukazatelů rentability kapitálu, které vychází z účetního zisku, je ekonomická přidaná hodnota založena na tzv. ekonomickém zisku. Rozdíl spočívá především

v tom, že ekonomický zisk respektuje jak náklady na cizí kapitál, tak i náklady vlastního kapitálu.

Základním pravidlem ukazatele EVA je fakt, že podnik musí vyprodukovat minimálně tolik, kolik činí náklady kapitálu z investovaných prostředků. To znamená, že dosahuje-li podnik kladné ekonomické přidané hodnoty, roste bohatství vlastníků, jelikož podnik zhodnocuje kapitál větší měrou, než činí jeho náklady. V případě záporné ekonomické přidané hodnoty jsou náklady kapitálu vyšší než jeho zhodnocení, bohatství vlastníků tedy klesá. Obecně by podnik měl dosahovat kladné ekonomické přidané hodnoty, nebo by měla tato hodnota postupně růst (v případě současně záporné hodnoty EVA). Ekonomická přidaná hodnota úzce souvisí s čistou současnou hodnotou. Podniky, u nichž je při rozhodování o investicích dodržováno pravidlo čisté současné hodnoty a věnována pozornost optimalizaci kapitálové struktury, dosahují i kladné ekonomické přidané hodnoty.

Konkrétní propočet ukazatele EVA závisí na dostupnosti dat a způsobu stanovení nákladů kapitálu. Mezi základní koncepty výpočtu patří:

- **EVA na bázi provozního zisku** (označována také jako EVA – Entity)

$$EVA_t = NOPAT_t - WACC_t \cdot NOA_{t-1}, \quad (2.8)$$

kde  $NOPAT$  je operační výsledek hospodaření z operační činnosti po odpočtu upravených daní,  $WACC$  jsou průměrné vážené náklady kapitálu a  $NOA$  jsou čistá operační aktiva;

- **EVA na bázi hodnotového rozpětí**

$$EVA_t = (ROC - WACC_t) \cdot NOA_{t-1}, \quad (2.9)$$

kde  $ROC = \frac{NOPAT_t}{NOA_{t-1}}$  je výnosnost investovaného kapitálu a rozdíl  $ROC - WACC$  představuje tzv. reziduální výnos kapitálu;

- **EVA na bázi zúženého pojetí hodnotového rozpětí** (označována také jako EVA – Equity)

$$EVA = (ROE - R_E) \cdot E, \quad (2.10)$$

kde  $ROE$  vyjadřuje rentabilitu vlastního kapitálu,  $R_E$  jsou náklady vlastního kapitálu a  $E$  je vlastní kapitál. U této varianty výpočtu se vychází pouze z výnosu vlastního kapitálu. Vlastníci požadují co největší rozdíl mezi  $ROE$  a  $R_E$ , minimálně by měl být kladný. Pouze v takovém případě jim investice do firmy přináší více, než by jim vynesla investice alternativní;



- **EVA na bázi relativního hodnotového rozpětí**

$$\frac{EVA}{E} = ROE - R_E, \quad (2.11)$$

kteřá není ovlivněna výší vlastního kapitálu  $E$  a lze tedy měřit relativní výkonnost firmy.

### 2.3.2 Vyčíslení NOPAT

NOPAT (Net Operating Profit After Taxes) je výsledek hospodaření z operační činnosti po odpočtu upravených daní. Upravená daň je teoretická daň, která by byla placena z operačního výsledku hospodaření a vyznačuje se především tím, že:

- 1) nezahrnuje vliv nákladů a výnosů nesouvisejících s hlavním provozem podniku,
- 2) počítá se za předpokladu, že by byl podnik financován jen vlastním kapitálem (např. nejsou snižovány nákladovými úroky),
- 3) nezahrnuje latentní daně, pokud jsou účtovány na úrovni koncernu.<sup>1</sup>

Častým postupem v tomto případě je, že se vynásobí NOPAT s daňovou sazbou.

NOPAT je sice v principu provozní výsledek hospodaření (zejména před odpočtem nákladových úroků), avšak nelze ho vždy zcela ztotožňovat s provozním výsledkem hospodaření podle českých účetních standardů. Pro určení NOPAT je zásadní dosáhnout symetrie mezi NOA a NOPAT. To znamená, že pokud jsou určité činnosti a jim odpovídající aktiva zařazeny do NOA, musí být jejich náklady a výnosy zařazeny do výpočtu NOPAT, a naopak. Důležité je také určení základu pro výpočet NOPAT. Za základ lze použít výsledek hospodaření za běžnou činnost nebo výsledek hospodaření z provozní činnosti. U obou variant by měl být výsledek vždy stejný. Vyjdeme-li pro stanovení NOPAT z výsledku hospodaření za běžnou činnost, který zahrnuje výsledek hospodaření z provozní a finanční činnosti, je nutné provést následující změny a úpravy:

- vyloučení placených úroků z finančních nákladů, včetně implicitních úroků, které jsou zahrnuty v leasingových platbách;
- vyloučení mimořádných položek:
  - vyloučení položek, které jsou součástí účetních mimořádných výnosů a nákladů (např. manka a škody, změny ve způsobu ocenění majetku);
  - odstranění mimořádných položek z výnosů a nákladů, které se svou výší nebudou opakovat (např. náklady na restrukturalizaci, prodeje

---

<sup>1</sup>Zdroj: MAŘÍK (2011)

dlouhodobého majetku a jejich vliv na výnosy a náklady, rozpouštění nevyužitých rezerv a z toho plynoucí výnosy, mimořádné odpisy majetku);

- započítání vlivu změn vlastního kapitálu:
  - vliv aktivace nákladů investiční povahy, např. náklady na výzkum a vývoj. Tyto náklady je nutné nahradit odpisy aktivovaných nákladů. Doporučuje se použít doba odpisování 5 let, pokud není stanoveno jinak;
  - upravení odpisů dle toho, jak je vykazován v rozvaze goodwill;
  - započítání nárůstu nebo úbytku opravných položek na zásoby a pohledávky oproti účetním stavům;
  - vyloučení tvorby a čerpání tichých rezerv v případě, že ovlivnily výsledek hospodaření (např. neúměrně vysoké odpisy nebo nadměrná tvorba opravných položek);
- posouzení v jaké míře jsou žádoucí odpovídající finanční výnosy a náklady v NOPAT ponechat.

Důraz je kladen pro zachování vazby mezi operačními aktivy (NOA) a výsledkem hospodaření z operační činnosti NOPAT, to znamená, že hodnota NOPAT by měla obsahovat jen ty výnosy a náklady, které souvisejí s čistými operačními aktivy (NOA).

### **2.3.3 Vyčíslení NOA**

Abychom mohli přesně určit výši kapitálu, investovaného do podniku, dělíme aktiva na operační a neoperační. Čistá operační aktiva (NOA – z angl. Net Operating Assets) jsou ta aktiva, která mají svou hodnotu přímo vázanou k dosažení operačního zisku podniku. Při běžném postupu je NOA počítáno v hodnotě k počátku roku, za který se zjišťuje ekonomická přidaná hodnota (EVA). Avšak vzhledem k tomu, že podkladem pro výpočet NOA bývá upravená rozvaha, použijí se hodnoty z konce roku předchozího (t-1). Nejčastěji prováděné úpravy rozvahy se týkají následujících bodů:

- z celkových aktiv je nutné odstranit neoperační aktiva, tj. aktiva, která neslouží k zajištění hlavního provozu podniku;
- hodnotu aktiv je vhodné snížit o neúročený cizí kapitál, aby se předešlo problémům s odhadováním nákladů na tento kapitál při určování diskontní míry;
- vymazání mimořádných položek;
- převedení účetních aktiv na tzv. skutečná aktiva.

## Odstranění neoperačních aktiv

V tomto kroku jsou názory analytiků často odlišné. Vymezení neoperačních aktiv především závisí na situaci daného podniku a odborném posouzení analytika. Většinou jsou dle Mařík a Maříková (2005) z aktiv vypuštěny následující aktiva:

- *krátkodobý finanční majetek* – peníze, účty v bankách, krátkodobé cenné papíry a podíly.

V případě peněžních prostředků vykázaných v rozvaze je nutné posoudit, zda jsou peněžní prostředky v provozně nutné výši, např. pomocí poměrového ukazatele peněžní likvidity, a případný přebytek odečíst. Pokud jsou krátkodobé cenné papíry a podíly vytvořeny jako strategické rezervy, nejedná se o aktivum provozně nutné a je proto správné jej vyloučit z bilanční sumy;

- *dlouhodobý finanční majetek* – podíly v ovládaných a řízených osobách, podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem, ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly, půjčky a úvěry, jiný dlouhodobý finanční majetek. Jestliže mají mít finanční investice pouze portfoliový charakter, tzn. pouhé uložení peněz, měly by být z NOA odstraněny. V souladu s touto položkou je nutné poté upravit i výši NOPAT, tj. snížit či zvýšit výnos plynoucí z dané investice;
- *vlastní akcie* – podle zásad účetnictví v ČR jsou akcie odstraněny z vlastního kapitálu, tvoří součást NOA;
- *nedokončené investice* – většinou je provozně potřebný. Jelikož se ale nepodílí na tvorbě současných výsledků hospodaření, doporučuje se nedokončené investice z NOA odstranit;
- *jiná aktiva nepotřebná k operační činnosti* – nevyužité či pronajaté pozemky a budovy, nadbytečné zásoby apod. Tato aktiva je vhodné z NOA vyloučit.

## Operační aktiva nezahrnutá v účetnictví

Mezi operační aktiva nevykázaná v účetnictví dle Mařík (2011) patří:

- *finanční leasing* – tvoří podstatnou část investic a je žádoucí ho do hodnoty NOA započítat, nejlépe v tržní hodnotě. U finančního leasingu nese ekonomické užitky a rizika nájemce leasingu. Proto by měl být předmět leasingu započítán do aktiv nájemce a pasiva je pak nutné navýšit o tomu odpovídající závazky;

- *operativní leasing a nájem* – u kterého je třeba zvážit, zda budou tyto položky zahrnuty do NOA či nikoliv;
- *ekvivalenty vlastního kapitálu* – jedná se především o rozdíly v ocenění aktiv, která se nacházejí v účetní rozvaze nebo naopak položky, které by se v aktivech z pohledu vlastníka vyskytovat měly a v účetní rozvaze započítány nejsou;
- *oceňovací rozdíly u oběžných aktiv* – především opravné položky pohledávek a zásob. Případné odchylky mezi vykázanou a skutečnou hodnotou pohledávek lze připočítat nebo odečíst k ekvivalentům vlastního kapitálu. Zásoby lze ocenit realizační cenou, pokud je nižší než pořizovací cena;
- *oceňovací rozdíly u dlouhodobého majetku* – převládá princip oceňování dlouhodobého majetku pořizovacími cenami. Použitím historických cen se dopouštíme chyb v ocenění, které lze odstranit pomocí vhodných cenových indexů;
- *aktivace nákladů s dlouhodobými předpokládanými účinky* – především náklady na výzkum a vývoj, u kterých není dovoleno je dle amerických účetních standardů aktivovat. Mezi další položky tohoto druhu patří kumulované náklady spojené se vstupem na nové trhy, velká část na marketing, náklady spojené se školením pracovníků a náklady spojené s restrukturalizací podniku;
- *goodwill* – vzniká jako rozdílová položka například při koupi podniku, a to tehdy, je-li cena zaplacená za 100 % podíl na základním kapitálu vyšší než rozdíl mezi reálným oceněním aktiv a závazků;
- *tiché rezervy* – mohou být úmyslně vytvořeny pomocí odpisů a opravných položek na straně aktiv, pomocí rezerv v pasivech apod.

### **Krátkodobé, explicitně neúročené závazky**

V podstatě se jedná o to, aby byl z operačního výsledku hospodaření vyloučen odpočet všech nákladů na cizí kapitál. Mezi hlavní krátkodobé, explicitně neúročené závazky patří dodavatelské úvěry, u nichž se předpokládá, že finanční náklady s těmito úvěry spojené jsou zahrnovány do nákupních cen. Proto je třeba počítat s tím, že vykázaný operační výsledek hospodaření je snížený o tyto skryté finanční náklady.

### **2.3.4 Vyčíslení nákladů kapitálu**

Aby bylo dosaženo cíle vlastníků, strategie a vize podniku, je zapotřebí mít konkrétní kapitál, který má různý charakter i zdroje krytí. Využívání kapitálu je spojeno s náklady na

tento kapitál, které zahrnují dvě složky, náklady na vlastní a náklady na cizí kapitál. Konkrétní výše nákladů u jednotlivých složek kapitálu je ovlivněna především:

- faktorem času (dobou vázanosti kapitálu),
- rizikovostí investice,
- daňovým aspektem (zda-li je možné náklady zahrnout do nákladů, či nikoliv).

Skupina nákladů na kapitál je důležitá pro mnoho finančních rozhodnutí a úvah, kterými jsou např. optimalizace kapitálové struktury podniku, investiční rozhodování, stanovení hodnoty podniku apod.

**Průměrné náklady na kapitál** (Weighted Average Cost of Capital – WACC), jsou kombinací nákladů na vlastní a nákladů na cizí kapitál. Podíl jednotlivých složek na hodnotě celkového kapitálu je nezbytně nutné vyčíslit na základě tržních hodnot. V případě převzetí jednotlivých složek kapitálu z účetních dat je porušena zásada vnitřní konzistence tržního odhadu. Volba nákladů kapitálu výrazně ovlivňuje například odhad hodnoty podniku. Celý tento koncept tudíž směřuje k ocenění z pohledu trhu, a proto i stanovení nákladů kapitálu by mělo být tržně orientováno. Nastane-li situace, kdy není dostatečně rozvinut trh, a jsme nuceni vycházet z účetních dat, pak je potřeba nahlížet na dané údaje odlišným způsobem – jako na aproximaci (přiblížení) tržním podmínkám.

Vztah pro výpočet WACC je následující:

$$WACC = \frac{R_D(1-t) \cdot D + R_E \cdot E}{D + E}, \quad (2.12)$$

kde  $R_D$  jsou náklady na úročený cizí kapitál,  $t$  je sazba daně z příjmu,  $D$  je úročený cizí kapitál,  $R_E$  jsou náklady vlastního kapitálu,  $E$  je vlastní kapitál a součet  $D$  a  $E$  je celkový investovaný kapitál.

Vztah pro WACC vypadá jednoduše, ale jeho reálné naplnění konkrétními daty může být obtížné.

**Náklady na cizí kapitál** představují z hlediska dlužníka výdaje, které podnik musí zaplatit za jeho získání a využívání. Lze je vyjádřit v podobě úroku sníženého o daňový štít, tzn. o úspory z daní, které plynou z použití cizího kapitálu.

$$R_D = i \cdot (1 - t), \quad (2.13)$$

kde  $i$  je úroková míra z dluhu a  $t$  je sazba daně z příjmů.

Obecná úroková míra  $i$  je určena okolnostmi na finančním trhu. Konkrétní výše úrokové míry se pak liší z hlediska:

- času – na jak dlouho je úvěr poskytnut. Obecně lze říci, že dlouhodobé úvěry jsou dražší než střednědobé, resp. krátkodobé úvěry. Především je to způsobeno delší vázaností prostředků věřitelů a s tím spojená rizika;
- očekávané efektivnosti – tzn. čím je výsledný efekt vyšší, tím větší je záruka splacení úvěru.
- hodnocení bonity dlužníka – výše bonity ovlivňuje stanovení úrokové sazby z dluhu. Obecně platí, že pro bonitního dlužníka je stanovená úroková sazba nižší.

Jestliže má podnik různorodou strukturu úvěrů, lze náklady na cizí kapitál stanovit pomocí váženého aritmetického průměru z efektivních úrokových sazeb, které platíme z těchto forem cizího kapitálu. Tento postup je možný pouze pokud máme přístup k interním informacím společnosti. V případě externích uživatelů lze náklady na cizí kapitál odhadnout prostřednictvím poměru:

$$i = \frac{\text{nákladové úroky}}{\text{průměrný stav bankovních úvěrů}} \quad (2.14)$$

### 2.3.5 Náklady na vlastní kapitál

Náklady na vlastní kapitál podniku jsou obecně vyšší, než náklady na kapitál cizí.

Hlavními důvody jsou dle Dluhošová (2010) především to, že:

- riziko majitele vkládajícího vlastní kapitál do podniku je vyšší než riziko věřitele. Věřitel má totiž oproti vlastníkovu zaručený pravidelný úrokový výnos bez ohledu na ziskovost dlužníka a vkládá tyto prostředky na přesně vymezenou dobu. Výnos vlastníka závisí na hospodářské situaci podniku, která je ovlivněna řadou podnikatelských rizik;
- nákladové úroky jsou daňově uznatelným nákladem a snižují zisk jako základ pro výpočet daně z příjmu. Obecně se tento efekt nazývá daňový štít.

Hodnota nákladů na vlastní kapitál je dána očekávanou mírou výnosů, kterou investoři požadují za investovaný kapitál. Náklady na vlastní kapitál lze určit na bázi tržních přístupů nebo na základě modelů vycházejících z účetních dat. Mezi základní metody používané pro

odhad nákladů vlastního kapitálu patří model oceňování kapitálových aktiv (CAPM), arbitrážní model oceňování (APM), dividendový růstový model a stavebnicový model.

### ***Metoda oceňování kapitálových aktiv (CAPM – Capital Asset Pricing Model)***

Model CAPM je označován jako rovnovážný model oceňování kapitálových aktiv. Rovnováha je dána tím, že mezní sklon očekávaného výnosu a rizika je pro všechny investory stejný. Náklady na vlastní kapitál určíme pomocí vztahu:

$$E(R_E) = R_f + \beta_E [E(R_M) - R_f], \quad (2.15)$$

kde  $E(R_E)$  je očekávaný výnos vlastního kapitálu,  $R_f$  bezriziková sazba,  $\beta_E$  koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos tržního portfolia,  $E(R_M)$  je očekávaný výnos tržního portfolia a  $[E(R_M) - R_f]$  je tržní riziková premie.

### ***Arbitrážní model oceňování (APM – Arbitrage Pricing Model)***

Jedná se o alternativní model oceňování aktiv. Tento model je vícefaktorový, jelikož u tohoto modelu se bere v úvahu více rizikových faktorů. Mohou být jak makroekonomické tak mikroekonomické. Model APM se také používá ke stanovení nákladů na vlastní kapitál na základě tržních dat. Za rovnovážnou podmínku je u tohoto modelu myšlena nemožnost arbitráže, to znamená, že žádný z investorů nemůže dosáhnout arbitrážního zisku. Výchozí rovnicí modelu APM je:

$$E(R_E) = R_F + \sum_j \beta_{Ej} [E(R_j) - R_F], \quad (2.16)$$

kde  $\beta_{Ej}$  je koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos  $j$ -tého faktoru a  $E(R_j)$  je očekávaný výnos  $j$ -tého faktoru. Odhad parametrů  $\beta_{Ej}$  lze provést pomocí vícerozměrných metod regresní analýzy.

### ***Dividendový růstový model***

Dividendový růstový model se používá za předpokladu, kdy tržní cena akcie je dána současnou hodnotou budoucích dividend z této akcie v jednotlivých letech. V případě nekonečně dlouhé držby akcií a konstantní hodnoty dividendy  $DIV$  lze stanovit tržní cenu akcie jako perpetuitu. Z výše uvedeného vyplývá vztah pro výpočet nákladů na vlastní kapitál  $R_E$ , které odpovídají očekávané výnosnosti akcií,

$$R_E = \frac{DIV}{\text{tržní cena akcie}}. \quad (2.17)$$

Očekáváme-li, že hodnota dividendy  $DIV$  v příštích letech poroste tempem  $g$ , použijeme Gordonův dividendový model s konstantním růstem:

$$R_E = \frac{DIV}{\text{tržní cena akcie}} + g. \quad (2.18)$$

### **Stavebnicové modely**

Pro stanovení nákladů na vlastní kapitál se v ekonomice s nedokonalým kapitálovým trhem a špatně fungující tržní ekonomikou využívají různé přístupy stavebnicového modelu, které lépe vystihují dané podmínky. V této situaci se totiž u modelu CAPM a APM vyskytují problémy při stanovení koeficientu  $\beta$ , zejména u společností s akciemi neobchodovatelnými na kapitálovém trhu.

Stavebnicové modely se liší algoritmem stanovení a vyčíslení rizikových přírážek. Jednou z variant je stavebnicový model, u něhož lze náklady na vlastní kapitál  $R_E$  vyjádřit jako součet bezrizikové úrokové míry a rizikových přírážek. Rizikové přírážky se v tomto případě odvozují z podnikových účetních dat. Stavebnicový model je využíván také Ministerstvem průmyslu a obchodu, pro statistické účely.

Náklady celkového kapitálu u nezádlužené firmy  $WACC_U$  jsou pomocí stavebnicové metodystanoveny rovnicí:

$$WACC_U = R_F + R_{\text{podnikatelské}} + R_{\text{finstab}} + R_{LA}, \quad (2.19)$$

kde  $R_F$  je bezriziková úroková míra,  $R_{\text{podnikatelské}}$  je riziková prémie za obchodní podnikatelské riziko,  $R_{\text{finstab}}$  je riziková prémie za riziko vyplývající z finanční stability a  $R_{LA}$  je riziková prémie za velikost podniku.

Náklady celkového kapitálu zadlužené firmy  $WACC_L$  jsou pak určeny z celkových nákladů nezádlužené firmy  $WACC_U$  následovně:

$$WACC_L = WACC_U \cdot \left(1 - \frac{UZ - VK}{A} \cdot t\right), \quad (2.20)$$

kde  $UZ$  jsou úplatné zdroje ( $UZ = \text{vlastní kapitál} + \text{bankovní úvěry} + \text{obligace}$ ),  $VK$  je vlastní kapitál,  $A$  jsou aktiva a  $t$  je sazba daně.

Náklady vlastního kapitálu lze matematicky vyjádřit dvěma způsoby, a to:

$$R_E = \frac{WACC_U \cdot \frac{UZ - CZ}{A} \cdot \frac{VK}{A} \cdot UM \cdot \left(\frac{UZ - VK}{A}\right)}{\frac{VK}{A}}, \quad (2.21)$$



nebo pomocí jednotlivých přírážek

$$R_E = R_F + R_{podnikatelské} + R_{finstab} + R_{LA} + R_{finstr}, \quad (2.22)$$

kde  $CZ$  je čistý zisk,  $Z$  je hrubý zisk,  $\frac{CZ}{Z}$  je daňová redukce,  $UM$  je úroková míra a riziková přírážka za zadluženost  $R_{finstr} = R_E - WACC_U$ .

Z důvodu zamezení extrémních případů se doporučují limity na velikost přírážky. Dle Dluhošová (2010) platí, že jestliže:

- $R_E = WACC_U$ , pak  $R_{finstr} = 0$ ,
- $R_E - WACC_U > 10 \%$ , pak  $R_{finstr} = 10 \%$ .

K výpočtu  $WACC_U$  je důležité stanovit výši jednotlivých rizikových přírážek a bezrizikové úrokové míry. Hodnota bezrizikové úrokové míry je odvozena z výnosu do splatnosti dlouhodobých státních dluhopisů. Za bezrizikové jsou považovány především desetileté státní dluhopisy.

Ke stanovení rizikové přírážky charakterizující velikost podniku  $R_{LA}$  je nutné vyčíslit velikost úplatných zdrojů podniku ( $UZ$ ). Pro velikost  $R_{LA}$  je vymezen interval 0 % až 5 %. Je-li:

- $UZ \geq 3$  mld. Kč, pak  $R_{LA} = 0,00 \%$ ;
- $UZ \leq 0,1$  mld. Kč, pak  $R_{LA} = 5,00 \%$ ;
- $UZ \geq 0,1$  mld. Kč a zároveň  $UZ < 3$  mld. Kč, použije se následující propočet:

$$R_{LA} = (3 \text{ mld. Kč} - UZ)^2 / 168,2. \quad (2.23)$$

Pro stanovení rizikové přírážky charakterizující produkční sílu  $R_{podnikatelské}$  je důležitý poměr  $\frac{EBIT}{A}$ , který je porovnáván s ukazatelem  $X1$  vyjadřujícím nahrazování úplatného cizího kapitálu vlastním kapitálem. Tento ukazatel je vyjádřen rovnicí:

$$X1 = \frac{UZ}{A} \cdot UM, \quad (2.24)$$

a platí, že pokud:

- $\frac{EBIT}{A} > X1$ , pak  $R_{podnikatelské} = \min R_{podnikatelskéodvětví}$ ;
- $\frac{EBIT}{A} < 0$ , pak  $R_{podnikatelské} = 10,00 \%$ ;
- $0 \leq \frac{EBIT}{A} \leq X1$ , pak  $R_{podnikatelské} = \left( \frac{X1 - \frac{EBIT}{A}}{X1} \right)^2 \cdot 0,1$ .

Hodnota přírážky  $R_{podnikatelské}$  nemůže klesnout pod minimální hranici danou variabilitou ukazatele  $\frac{EBIT}{A}$ . Vzhledem k různorodosti jednotlivých odvětví se tato hodnota pro každé odvětví liší.

Poslední přírážkou je riziková přírážka finanční stability na bázi likvidity  $R_{finstab}$ , která vychází z ukazatele běžné likvidity ( $L3$ )

$$L3 = \frac{OA}{kr.závazky+bank.úvěry\ a\ výpomoci-dl.bank.úvěry.} \quad (2.25)$$

Dále jsou stanoveny mezní hodnoty likvidity  $XL1 = 1$  a  $XL2 = 2,5^2$ . Je-li:

- $L3 \leq XL1$ , pak  $R_{finstab} = 10 \%$ ;
- $L3 \geq XL2$ , pak  $R_{finstab} = 0 \%$ ;
- $XL1 < L3 < XL2$ , pak  $R_{finstab} = \left( \frac{XL2-L3}{XL2-XL1} \right)^2 \cdot 0,1$ .

### 2.3.6 Další využití ukazatele EVA

Mezi hlavní okruhy využití ukazatele EVA patří:

- EVA jako nástroj finanční analýzy,
- EVA jako nástroj řízení podniku a motivování pracovníků,
- EVA jako nástroj ocenění podniku.

Řada zahraničních firem využívá ukazatel **EVA jako nástroj motivování pracovníků**. Z průzkumů vyplývá úspěšnost ukazatele EVA v tomto zaměření. Zásada systému spočívá v zainteresovanosti zaměstnanců na maximalizaci ukazatele EVA pomocí tzv. bonusu. Tento bonus bývá většinou vázán na celkovou výši EVA v daném útvaru, na přírůstek EVA a na doplňkové individuální parametry (ať už určité ukazatele – například procento zmetků, tak subjektivní hodnocení pracovníka ze strany vedoucího).

Každému z kritérií je přiřazena různá váha, přitom poslední kritérium je spíše doplňkové a jeho váha nepřesáhne hodnotu 20 %. Prvním dvěma faktorům je váha přiřazena podle konkrétní situace. Pokud je v současné době EVA podniku záporná, je vhodné dát největší váhu na přírůstek EVA. V případě kladné hodnoty EVA je lepší dát větší váhu na celkovou výši EVA v daném parametru.

<sup>2</sup>Zdroj: <http://www.mpo.cz/cz/ministr-a-ministerstvo/analyticke-materialy/#category238>

Ekonomickou přidanou hodnotu lze využít také při oceňování podniků. K výpočtu ukazatele EVA je nutné dodržet podmínky použití tržních dat. Z tohoto důvodu je nezbytné ocenit vlastní kapitál právě pomocí tohoto ukazatele. Hodnota vlastního kapitálu  $H_n$  se vypočítá pomocí vzorce:

$$H_n = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \left( \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} \right) + \frac{EVA_{T+1}}{WACC \cdot (1+WACC)^T} - D_0 + A_0, \quad (2.26)$$

kde  $NOA_0$  jsou čistá operační aktiva k datu ocenění,  $T$  je počet let explicitně plánovaných EVA,  $WACC$  jsou průměrné vážené náklady kapitálu,  $D_0$  je hodnota úročených závazků k datu ocenění,  $A_0$  jsou neoperační aktiva k datu ocenění a  $\sum_{t=1}^T \left( \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} \right) + \frac{EVA_{T+1}}{WACC \cdot (1+WACC)^T}$  vyjadřuje tržní přidanou hodnotu  $MVA$ .

### 2.3.7 Způsoby zvyšování hodnot EVA

Ekonomická přidaná hodnota poroste, jestliže podnik:

- dosáhne vyššího provozního zisku, za předpokladu konstantních nákladů a velikosti kapitálu. Vyššího provozního zisku lze pak dosáhnout jednak růstem výnosů, tj. dosažení vyššího prodeje vedoucího k vyššímu využití výrobních kapacit, vyšších prodejních cen růstem kvality a užitné hodnoty produktu, jednak snížením nákladů (poklesem spotřeby materiálu, energie, snižováním počtu pracovníků apod.);
- sníží vlastní kapitál ve prospěch levnějšího cizího kapitálu. Jestliže byl podnik zadlužen relativně málo, nárůst zadlužení obvykle vede k poklesu podnikových nákladů kapitálu. S nárůstem zadlužení však roste riziko finanční stability, s tím spojené vyšší úrokové sazby v bankách a také vyšší nároky vlastníků na zhodnocení vloženého kapitálu;
- sníží velikost investovaného kapitálu. Pokles určitých složek aktiv uvolní finanční prostředky, které je vhodné investovat, popř. rozdělit mezi vlastníky (při nedostatku investičních příležitostí). Mezi výše zmíněné složky aktiv můžeme zařadit např. odprodej málo využívaného dlouhodobého majetku, resp. majetku s malým zhodnocením, vyčlenění určitých aktivit, např. údržby a oprav, dopravy aj. mimo podnik a jejich náhrada nákupem služeb, snížení zásob a pohledávek;
- uskuteční nové projekty s kladnými hodnotami tohoto ukazatele. Toho lze dosáhnout jedině za předpokladu kladné čisté současné hodnoty těchto projektů.

### 2.3.8 Pyramidový rozklad ukazatelů

Obecně jsou ukazatele výkonnosti firmy ovlivněny mnoha dílčími ukazateli a faktory. Proto je podstatné zkoumat kromě hodnoty daného ukazatele, také vývoj a odchylky faktorů, ovlivňující hlavní syntetický ukazatel výkonnosti. K tomuto rozboru se používají tzv. pyramidové rozklady finančních ukazatelů. Základem pyramidového rozkladu je postupné rozložení vrcholového ukazatele na jeho dílčí, vzájemně provázané ukazatele. Pyramidový rozklad slouží k identifikaci a kvantifikaci vzájemně existujících vazeb mezi jednotlivými dílčími ukazateli a k určení jejich vztahů k ukazateli hlavnímu. Pyramidová soustava ukazatelů je přesně vyjádřena matematickou rovnicí. Vyčíslení jednotlivých dílčích vlivů lze vyjádřit pomocí *aditivní vazby*:

$$x = \sum_i a_i = a_1 + a_2 + \dots + a_n, \quad (2.27)$$

nebo pomocí *multiplikativní vazby*:

$$x = \prod_i a_i = a_1 \cdot a_2 \cdot \dots \cdot a_n. \quad (2.28)$$

Mezi základní metody pro multiplikativní vazbu dle Dluhošová (2010) patří:

- metoda postupných změn,
- metoda rozkladu se zbytkem,
- metoda logaritmická,
- metoda funkcionální.

Pomocí pyramidového rozkladu funkcionální metodou bude rozložena ekonomická přidaná hodnota na bázi zúženého pojetí hodnotového rozpětí (EVA – Equity).

#### Funkcionální metoda

U této metody je zohledněn současný vliv všech ukazatelů při vysvětlení jednotlivých vlivů. Lze říci, že se vychází z diskrétních výnosů neboť  $R_{a_i}$  a  $R_x$  označují diskrétní výnos ukazatelů  $a_i$  a  $x$ . V případě rovnoměrného dělení zbytku a součinu tří dílčích ukazatelů,  $x = a_1 \cdot a_2 \cdot a_3$ , jsou vlivy vyčísleny takto:

$$\begin{aligned} \Delta x_{a_1} &= \frac{1}{R_x} \cdot R_{a_1} \cdot \left( 1 + \frac{1}{2} \cdot R_{a_2} + \frac{1}{2} \cdot R_{a_3} + \frac{1}{3} \cdot R_{a_2} \cdot R_{a_3} \right) \Delta y_x, \\ \Delta x_{a_2} &= \frac{1}{R_x} \cdot R_{a_2} \cdot \left( 1 + \frac{1}{2} \cdot R_{a_1} + \frac{1}{2} \cdot R_{a_3} + \frac{1}{3} \cdot R_{a_1} \cdot R_{a_3} \right) \Delta y_x, \\ \Delta x_{a_3} &= \frac{1}{R_x} \cdot R_{a_3} \cdot \left( 1 + \frac{1}{2} \cdot R_{a_1} + \frac{1}{2} \cdot R_{a_2} + \frac{1}{3} \cdot R_{a_1} \cdot R_{a_2} \right) \Delta y_x, \end{aligned} \quad (2.29)$$

kde  $R_{a_j} = \frac{\Delta a_j}{a_{j,0}}, R_x = \frac{\Delta x}{x_0}, \Delta a_i = a_{i,1} - a_{i,0}$ .

V případě součinu dvou dílčích ukazatelů  $x = a_1 \cdot a_2$  jsou vlivy analogicky vyjádřeny následovně:

$$\begin{aligned}\Delta x_{a_1} &= \frac{1}{R_x} \cdot R_{a_1} \cdot \left(1 + \frac{1}{2} \cdot R_{a_2}\right) \Delta y_x, \\ \Delta x_{a_2} &= \frac{1}{R_x} \cdot R_{a_2} \cdot \left(1 + \frac{1}{2} \cdot R_{a_1}\right) \Delta y_x.\end{aligned}\tag{2.30}$$

Obecně lze určit vliv při rovnoměrném dělení jako:

$$\Delta x_{a_i} = \frac{1}{R_x} \cdot R_{a_i} \cdot \left(1 + \sum_{j \neq i} \frac{1}{2} \cdot R_{a_j} + \sum_{j \neq i} \sum_{\substack{k \neq i \\ k > j}} \frac{1}{3} \cdot R_{a_j} \cdot R_{a_k} + \sum_{j \neq i} \sum_{\substack{k \neq i \\ k > j}} \sum_{m \neq i} \frac{1}{4} \cdot R_{a_j} \cdot R_{a_k} \cdot R_{a_m} + \dots\right) \Delta y_x\tag{2.31}$$

U metody funkcionální analýzy se pracuje s diskrétními výnosy. Za výhodu lze považovat to, že je reflektována současná změna všech analyzovaných ukazatelů zároveň a nevznikají problémy ani s pořadím ukazatelů ani se vznikem zbytků. Také lze tuto metodu použít v případě záporných indexů ukazatelů. Slabším místem metody je otázka, jaké váhy přidělit při rozdělování společných faktorů, neboť je obtížné nalezení ekonomického zdůvodnění zvoleného přístupu.

## 2.4 Ukazatel CF z investic (CFROI – Cash Flow Return On Investment)

CFROI je ukazatel rentability investic stanovený na podkladě peněžních toků. Srovnává peněžní tok společnosti plynoucí vlastníkům, resp. akcionářům s celkovými aktivy, které tento tok vytvářejí. Dle Mařík a Maříková (2005) se peněžní tok zjišťuje ve dvou fázích.

V první fázi se měří peněžní toky plynoucí vlastníkům kapitálu upravené o inflaci. Dále se srovnávají s inflačně upravenými hrubými investicemi, které vložili vlastníci, resp. akcionáři. Poměr hrubých peněžních toků a hrubých investic se pak využívá ke stanovení hodnoty vnitřní míry výnosnosti (IRR). Ke stanovení IRR je potřeba vyhodnotit délku ekonomické životnosti odepisovaných aktiv, stejně tak i zůstatkovou hodnotu aktiv neodepisovaných. CFROI je potom roven vnitřnímu výnosovému procentu, které popisuje výši zhodnocení investice. Je známa výše investovaného kapitálu, příjmy z jednotlivých let, budoucí hodnota neodepisovaných aktiv a doba životnosti investice. Číselně se rovná takové diskontní sazbě, při které je čistá současná hodnota nulová. Výkonnost podniku se porovnává s diskontní sazbou.

V druhé fázi probíhá porovnání takto stanoveného CFROI s váženými náklady na kapitál (WACC), která zahrnují všechna rizika u požadované výnosnosti vlastního kapitálu. V případě kladného rozdílu mezi CFROI a WACC narůstá hodnota pro vlastníky, resp. akcionáře. V opačném případě dochází k znehodnocování vloženého majetku akcionářů. CFROI lze stanovit podle vzorce:

$$\sum_{t=1}^n \frac{GCF_t}{(1+CFROI)^t} + \frac{SV}{(1+CFROI)^T} - GCE = 0, \quad (2.32)$$

kde  $GCE$  jsou provozní aktiva v pořizovací ceně a tato cena musí být transformována na současnou hodnotu zohledňující inflaci od nákupu aktiv po možnost vyhodnocení,  $GCF_t$  představuje CF z provozních aktiv v čase  $t$  (tj.  $EBIT \cdot (1 - t) + odpisy$ ) a  $SV$  je zůstatková hodnota aktiv po uplynutí doby životnosti.

Základními předpoklady pro použití ukazatele CFROI jsou:

- trh se neřídí účetní výkonností (tj. ohlášenými výnosy), ale ekonomickou (tj. peněžní) výkonností,
- existuje podstatný rozdíl mezi ekonomickou a účetní výkonností.

Pomocí modelu CFROI hodnotíme jednotlivé projekty s tím, že se tento postup vztahuje na celý podnik. Je pak chápán jako soubor investičních projektů. Jednotlivé investiční projekty zahrnují investiční výdaje vynaložené v konkrétním roce a jim odpovídající řadu peněžních toků. Peněžní příjmy podniku v určitém roce lze chápat jako součet peněžních příjmů z jednotlivých projektů. Jednotlivé projekty přitom přináší určitý peněžní příjem po dobu své životnosti. Mezi hlavní komponenty CFROI dle Mařík a Maříková (2005) patří *brutto investiční báze* (tj. počáteční investiční výdaj), *brutto cash flow* a *předpokládaná doba využití odepisovaných dlouhodobých aktiv*.

**Brutto investiční báze** se skládá ze složek odepisovaných aktiv a neodepisovaných aktiv. Do složky odepisovaných aktiv patří především hmotná a nehmotná dlouhodobá aktiva, která jsou odepisována v průměru po dobu  $n$  let. Odepisovaná aktiva jsou vyjádřena v brutto hodnotě (tzn., že přičteme k jejich hodnotě oprávek) a přepočtena na hodnotu k datu propočtu CFROI pomocí úpravy o inflaci. Propočty CFROI jsou v zásadě postaveny na reálných cenách (tedy s vyloučením budoucí inflace). Neodepisovaná aktiva zahrnují tzv. monetární aktiva, tj. oběžný majetek bez zásob, dlouhodobý finanční majetek a přechodná aktiva. Monetární aktiva jsou odpočtem neúročených závazků převedena na netto monetární aktiva. Přičtením zásob a pozemků se dostáváme k netto hodnotě neodepisovaných aktiv. Brutto investiční báze je v zásadě shodná s veličinou NOA v modelu EVA, s tím rozdílem, že aktiva

nejsou vyjádřena v zůstatkových hodnotách, ale v brutto hodnotách, a to v cenové hladině platné k datu ocenění.

**Brutto cash flow**, nebo-li peněžní toky pro propočet CFROI, se počítají pomocí nepřímé metody. Obdobně jako u metody EVA se vychází z výsledku hospodaření, který je však upravován. Klíčové je dopracovat se k výsledku hospodaření, který by nezahrnoval mimořádné náklady a výnosy všeho druhu. Jelikož jsou součástí investiční báze i běžně nevykazovaná aktiva, především aktiva získaná pomocí leasingu, musí být tyto úpravy zohledněny i při vyčíslení hodnoty výsledku hospodaření použitého pro výpočet cash flow. Například v případě finančního leasingu by nákladem nebyla leasingová platba, ale odpis pronajatého aktiva a úrok ze závazku vůči leasingové společnosti. Brutto cash flow tak nakonec dostaneme, když k takto upravenému výsledku hospodaření připočteme plánované odpisy, vrátíme zpět nákladové úroky a odpočteme ztrátu hodnoty monetárních aktiv v důsledku inflace. V zásadě lze říci, že brutto cash flow odpovídá součtu veličiny NOPAT z modelu EVA a odpisů.

Posledním prvkem, který je potřebný pro výpočet CFROI, je **předpokládaná doba využití odepisovaných dlouhodobých aktiv**. Vypočítáme ji z poměru hodnoty odepisovaných dlouhodobých aktiv v pořizovacích cenách a ročních odpisů (předpokladem jsou lineární odpisy).

Výhodou tohoto ukazatele je umožnění srovnání společností bez ohledu na odvětví nebo velikost a určení budoucí hodnoty podniku použitím současné hodnoty aktiv a budoucích peněžních toků. Nevýhodou CFROI je nemožnost uvážit velikost vlivu jednotlivých projektů ve společnosti na tvorbu hodnoty. Může totiž existovat mnoho malých projektů s vysokou mírou výnosnosti, které však mají malý dopad na tvorbu hodnoty v podniku. Na rozdíl od ukazatele EVA, je u ukazatele CFROI vyzdvihována jeho větší flexibilita a dále i to, že ho lze použít paušálně (především při vytváření opravných položek leasingových splátek, daně z příjmů aj.).

### 3. Finančně – ekonomická charakteristika společnosti

Tato kapitola obsahuje základní údaje společnosti MADETA, a. s., především její představení, předmět činnosti, historický vývoj. V závěru této kapitoly je zhodnocena finanční situace společnosti MADETA a. s. a následně je provedeno srovnání pomocí vybraných účetních ukazatelů za období let 2008 – 2012 s odvětvím. Veškeré výpočty vychází z účetních výkazů společnosti a z internetových stránek Ministerstva průmyslu a obchodu. Výpočty jsou součástí přílohy č. 1 a 2.

#### 3.1 Charakteristika společnosti

Společnost MADETA, a. s. vznikla v roce 1995 v Českých Budějovicích. Předmětem podnikání dle zápisu v obchodním rejstříku, vedeném u Krajského soudu v Českých Budějovicích, oddíl B, vložka 698 je hostinská činnost, výroba kosmetických přípravků, silniční motorová doprava nákladní, mlékárenství, revize vyhrazených elektrických zařízení, projektová činnost ve výstavbě, revize a zkoušky vyhrazených tlakových zařízení, pronájem nemovitostí, provozování čerpacích stanic s palivy a mazivy, výroby a rozvod tepla, zámečnictví, nástrojařství, výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona, výroba, instalace, opravy elektrických strojů a přístrojů, elektronických a komunikačních zařízení, opravy silničních vozidel, klempířství a oprava karoserií.

Hlavní činností společnosti je mlékárenská výroba, která tvoří přibližně 88,41 % celkových výnosů. K 31. 12. 2012 společnost evidovala 1 508 zaměstnanců.

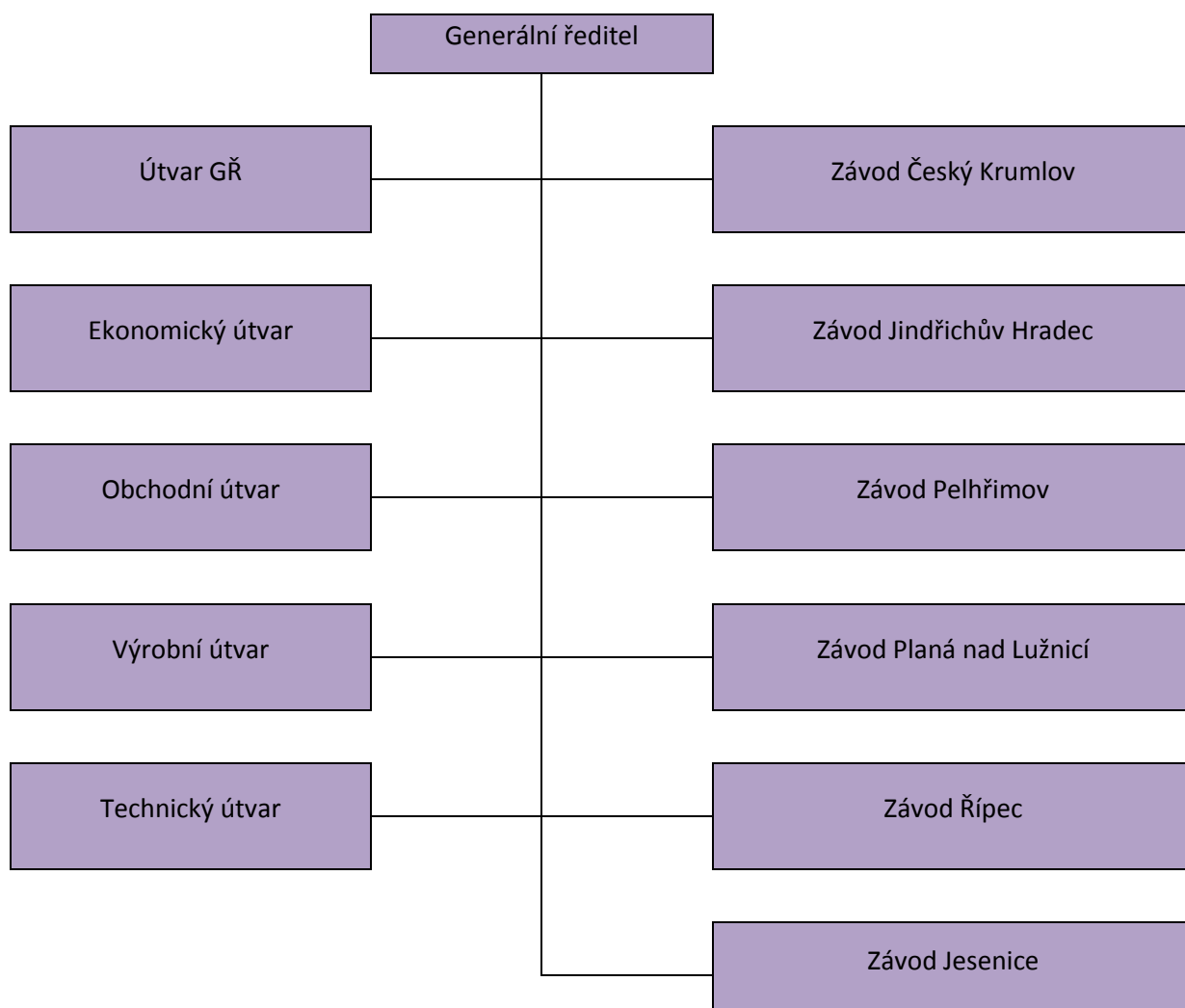
##### 3.1.1 Základní údaje a organizační struktura společnosti

Obchodní firma:	MADETA a. s.
Právní forma:	akciová společnost
Datum vzniku společnosti:	1. 8. 1995
Sídlo účetní jednotky:	Rudolfovská 246/83, 370 50 České Budějovice
Identifikační číslo:	632 75 635
Rozhodující předmět činnosti:	mlékárenství
Základní kapitál:	302 000 000 Kč
Akcie:	20 ks kmenových akcií ve jmenovité hodnotě 100 000 Kč/ks a 20 ks kmenových akcií ve jmenovité hodnotě 15 000 000 Kč/ks.



Organizační struktura společnosti MADETA, a. s. je zachycena na Obr. č. 3.1.

Obr. č. 3.1 Organizační struktura společnosti MADETA, a. s.



Zdroj: výroční zpráva MADETA, a. s. 2012

### 3.1.2 Historie a současnost společnosti

Společnost má více než stoletou tradici. Pokud bychom se chtěli dopátrat úplných počátků mlékárenství v jihočeském kraji, na jejichž tradici MADETA, a. s. navazuje, došli bychom až do roku 1838. Právě tehdy byla na schwarzenberském dvoře poblíž Českých Budějovic založena první sýrárna. Pravá MADETA se ale zrodila až kolem roku 1902 v Táboře. Tehdy ještě jako MLÉKAŘSKÉ DRUŽSTVO TÁBORSKÉ. A byla to právě počáteční písmena tohoto názvu, z nichž vznikla nezapomenutelná značka MADETA.

Úspěšně prošla nespočtem dějinných, a tedy i majetkových peripetií, které 20. století střední Evropě nadělilo. Měnila se podle toho, jak se měnil svět kolem ní. Naštěstí

převažovaly spíše změny k lepšímu. Dnes je proto silnější než kdy dříve a stále stejně proslulá nejmodernějšími technologiemi a kvalitou výrobků.

MADETA, a. s. se skládá z pěti samostatných závodů, uvedených v Tab. č. 3.1, které jsou si však velmi blízké. A to nejen značkou, firemní kulturou, kvalitou výrobků a faktem, že se rozvíjejí zryze českého kapitálu. Jsou si blízké doslova. Sídli nedaleko od sebe, v malebné krajině jižních Čech.

Tab. č. 3.1 Přehled jednotlivých výrobních závodů

Závod	Základní výrobní program
Závod Český Krumlov	Modré sýry: JČ Niva, JČ Zlatá Niva, Niva Premium, CeasarBleu
Závod Jindřichův Hradec	Tvarohy, jogurty a dezerty: Lipánek, JČ lahůdka, JČ tvaroh, Tvarohový dezert, JČ Cottage, Jogurty Sýry: Romadur, Klášterní sýr, JČ syreček Sušárenský program: sušené odstředěné mléko, sušené plnotučné mléko Tekutý čerstvý program: JČ zákys, zakysaná smetana, syrovátkové nápoje, Imunel
Závod Pelhřimov	Tekutý čerstvý program: JČ lahodné mléko, podmásli, smetana Tekutý trvanlivý program: UHT mléko, ochucená UHT mléka, UHT smetana
Závod Planá nad Lužnicí	Přírodní sýry: JČ Eidam, Madeland, Gouda, Primátor, Moravský bochník, strouhané sýry, Akawi, Balkánský sýr Másla: JČ máslo, AB máslo, pomazánkové máslo, Nedělní máslo Zahuštěné výrobky: zahuštěná krystalizovaná syrovátka
Závod Řípec	Přírodní sýry: Blaťácké zlato, Kamadet, Monastère, Tylžský sýr Tavené sýry: JČ Lipno, Labužník, Madetka, Lipánek, Primátor, Romadur, Blaťácké zlato, tavené pomazánky, sýrové dorty Čerstvé terminované sýry: Lipánek žervé Porcování a uzení přírodních sýrů

Zdroj: výroční zpráva MADETA, a. s. 2012

Nejvíce je však spojuje mléko. Za rok ho „vteče“ do provozů 0,4 miliardy litrů. Brány závodů opouští v podobě 239 druhů výrobků, jež tvoří celkový roční objem 396 900 000 ks. MADETA, a. s. je největším zpracovatelem mléka v České Republice.

Přibližně čtvrtina produkce společnosti putuje do zahraničí, do Libanonu, Spojených arabských emirátů, států Evropské unie, Ruska, Asie, Afriky a Ameriky. I když by se mohlo zdát, že při takovém objemu výroby a využití moderních technologií ztrácí jednotlivé závody svou identitu, není tomu tak. Každý má své „speciality“ – produkty, které se mohou vyrábět právě a jen tam, a ne jinde. MADETA je tím vhodným příkladem. Důkazem je chuť a vzrůstající zájem spotřebitelů.<sup>3</sup>

### 3.2 Srovnání společnosti s odvětvím

Společnost MADETA, a. s. bude srovnána s odvětvím, ve kterém společnost působí, na základě vybraných finančních ukazatelů v letech 2008 – 2012. Mezi vybrané finanční ukazatele patří rentabilita vlastního kapitálu (ROE), rentabilita dlouhodobě investovaného kapitálu (ROCE) a rentabilita aktiv (ROA) viz Tab. č. 3.2. Společnost MADETA, a. s. je zařazena do sekce zpracovatelského průmyslu, konkrétně do kategorie „Výroba potravinářských výrobků“, NACE10.

Tab. č. 3.2 Srovnání vybraných finančních ukazatelů podniku s odvětvím

Ukazatel	Odkaz na vzorec	Rok				
		2008	2009	2010	2011	2012
ROE	2.2	10,28%	8,92%	11,47%	6,77%	8,88%
ROE - odvětví		11,61%	14,56%	11,69%	9,21%	12,77%
ROCE	2.3	16,51%	11,03%	12,99%	9,36%	10,41%
ROCE - odvětví		13,80%	15,18%	11,37%	9,92%	12,37%
ROA	2.4	4,56%	4,57%	5,78%	3,32%	4,95%
ROA - odvětví		8,14%	9,94%	7,32%	11,90%	8,70%

Zdroj: vlastní výpočty

Potravinářský průmysl je jednou ze základních složek zpracovatelského průmyslu, avšak jeho význam se v rámci zpracovatelského sektoru dlouhodobě snižuje. Hospodářský cyklus ovlivňuje potravinářský průmysl jen velmi málo, což je do určité míry způsobeno věcným zaměřením odvětví, které často produkuje výrobky s neelastickou poptávkou. Tento jev se potvrdil v období ekonomické recese (tj. rok 2009), kdy došlo k poklesu hrubé přidané

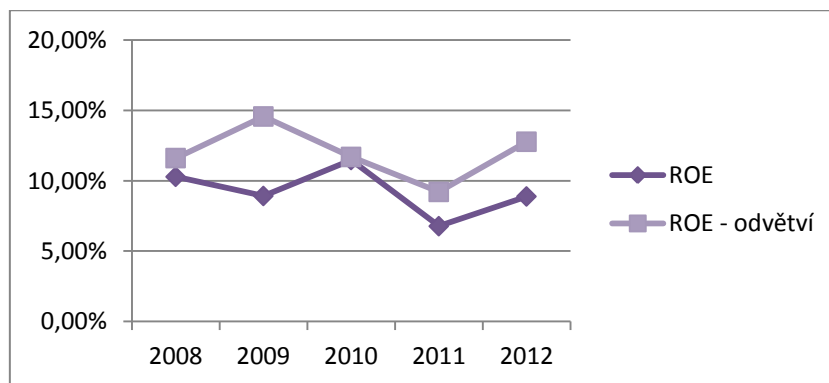
<sup>3</sup> Zdroj: <http://www.madeta.cz/cz/o-nas/historie-a-soucasnost>

hodnoty jiných oddílů zpracovatelského průmyslu, avšak u oddílu 10 („Výroba potravinářských výrobků“) se přidaná hodnota dokonce zvýšila.

Výraznou odlišností mezi zpracovatelským průmyslem a potravinářským průmyslem, jež byla zaznamenána, je i v oblasti vývoje produktivity práce. Dále se posuzuje vliv produktivity práce na konkurenceschopnost potravinářských podniků. Zde se nepodařilo prokázat, že existuje lineární korelace mezi ukazateli produktivity práce na jedné straně a ukazateli rentability (ROE a ROA) na straně druhé z pohledu všech potravinářských podniků.<sup>4</sup>

Pomocí **rentability vlastního kapitálu (ROE)** zjišťujeme, kolik čistého zisku připadá na jednu korunu investovaného kapitálu. V grafu č. 3.1 je zachycen vývoj ukazatele rentability vlastního kapitálu společnosti MADETA, a. s. a příslušného odvětví („výroba potravinářských výrobků“). Z tohoto grafu lze vyčíst, že ROE společnosti nepřevýšilo hodnotu ROE v potravinářském průmyslu, z důvodu vyšší hodnoty EATu v odvětví. V roce 2010 byla rentabilita vlastního kapitálu téměř shodná. Naopak v roce 2009 byl ukazatel ROE v odvětví 1,5 krát vyšší, především díky zvýšení EATu v odvětví, který byl ovlivněn nárůstem výsledku hospodaření z provozní činnosti v odvětví. Co se týče rentability vlastního kapitálu, společnost je v porovnání s odvětvím v horší situaci.

Graf č. 3.1 Srovnání ROE podniku s odvětvím v letech 2008 – 2012



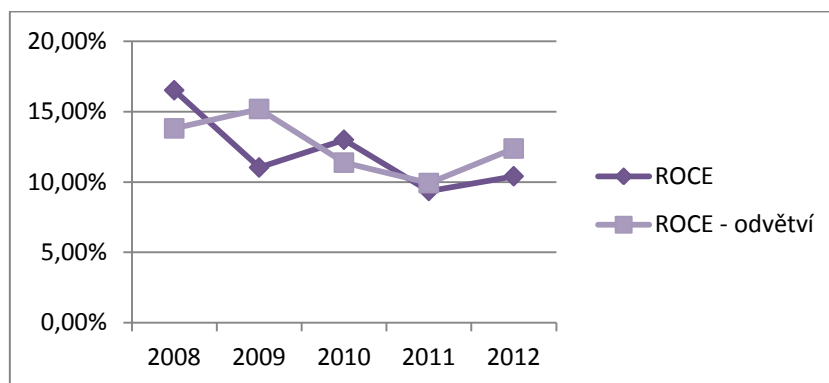
Zdroj: vlastní výpočty

Dalším významným ukazatelem je **rentabilita dlouhodobě investovaného kapitálu (ROCE)**, pomocí níž se hodnotí význam dlouhodobého investování na základě určení výnosnosti vlastního kapitálu spojeného s dlouhodobými zdroji. Jak lze vyčíst z grafu č. 3.2,

<sup>4</sup> Zdroj: <http://eagri.cz/public/web/mze/potraviny/publikace-a-dokumenty/panorama-potravinarskeho-prumyslu/>

v letech 2010, 2011 a 2012 se ukazatel ROCE společnosti i potravinářského průmyslu vyvíjel relativně shodně. Velký výkyv tohoto ukazatel nastal ve společnosti MADETA, a. s. v roce 2009, kdy ROCE oproti odvětví klesalo. To bylo způsobeno nárůstem dlouhodobých závazků, především navýšením dlouhodobých bankovních úvěrů o bezmála dvojnásobek.

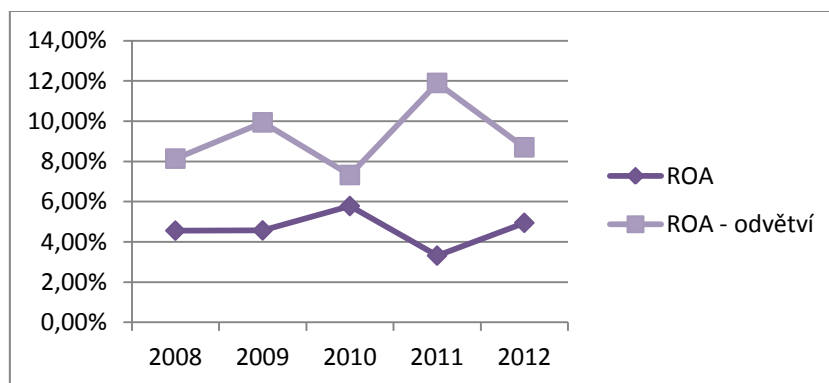
Graf č. 3.2 Srovnání ROCE podniku s odvětvím v letech 2008 – 2012



Zdroj: vlastní výpočty

Pomocí ukazatele **rentability aktiv** zohledňujeme výnos z aktiv bez ohledu na finanční strukturu pasiv. Výpočty ukazatele ROA byly provedeny na základě vzorce (2.4). Výsledné hodnoty rentability aktiv společnosti a potravinářského průmyslu jsou uvedeny v grafu č. 3.3. Jak již tomu bylo v případě ukazatele ROE, tak i hodnoty rentability aktiv společnosti MADETA, a. s. jsou nižší, než je tomu v potravinářském průmyslu. V potravinářském průmyslu i ve společnosti má ukazatel ROA mezi jednotlivými lety střídavý vývoj. Když však ROA odvětví meziročně vzroste, ROA společnosti klesá. Dopad finanční krize na společnost MADETA, a. s. byl v oblasti zisků dramatičtější, než tomu bylo z pohledu odvětví.

Graf č. 3.3 Srovnání ROA podniku s odvětvím v letech 2008 – 2012



Zdroj: vlastní výpočty

## 4. Zhodnocení finanční výkonnosti vybrané společnosti

V této kapitole je zhodnocena finanční výkonnost společnosti MADETA, a. s. dle EVA – Entity, EVA – Equity a pomocí ukazatele CFROI v letech 2008 až 2012. V jednotlivých podkapitolách jsou pro výpočet ukazatele EVA detailně definována operační aktiva (NOA), operační výsledek hospodaření (NOPAT) a náklady kapitálu (WACC). Následně je proveden pyramidový rozklad EVA – Equity společnosti a příslušného odvětví funkcionální metodou. Výchozími prameny jsou účetní výkazy a výroční zprávy společnosti MADETA, a. s. Veškeré výpočty jsou provedeny dle výše uvedených postupů.

### 4.1 Analýza výkonnosti společnosti pomocí ukazatele EVA – Entity

V následující kapitole je vypočten ukazatel ekonomické přidané hodnoty. Aby bylo možné ukazatel EVA vypočítat, je nezbytné provést určité úpravy, které jsou zmíněny v kapitole 2.3.

#### 4.1.1 Vyčíslení operačních aktiv

K vyčíslení operačních aktiv (NOA) je nutné vyloučit neoperační aktiva, připočítat výši operačních aktiv nevykázaných v účetnictví a stanovit krátkodobé, explicitně neúročené závazky a ekvivalenty vlastního kapitálu. Níže budou podrobně popsány jednotlivé úpravy.

Prvním krokem ke stanovení NOA je **vyloučení neoperačních aktiv**, které zahrnují *krátkodobý finanční majetek*, především peníze a účty v bankách. Ty by měly být udržovány v provozně nutné výši. Provozně nutnou výši krátkodobého finančního majetku lze odhadnout pomocí poměrového ukazatele hotovostní likvidity. Hodnoty hotovostní likvidity společnosti MADETA, a. s. jsou zachyceny v Tab.č. 4.1. Jelikož v žádném ze sledovaných let hodnota ukazatele hotovostní likvidity nepřesáhla dle Mařík (2005) doporučenou hodnotu 0,3, společnost udržuje krátkodobý finanční majetek v provozně nutné výši a nebude proto z aktiv vyloučen.

Tab. č. 4.1 Hotovostní likvidita společnosti MADETA, a. s.

Rok	2008	2009	2010	2011	2012
Hotovostní likvidita	0,0359	0,1499	0,0757	0,0737	0,1183

Zdroj: vlastní výpočty

Mezi další možné vyloučení neoperačních aktiv patří *dlouhodobý finanční majetek*. Dlouhodobý finanční majetek společnosti MADETA, a. s. je složen z podílů v ovládaných a řízených osobách a ostatních dlouhodobých cenných papírů a podílů společností (MILKTRANS, a. s., MADETA Agro, a. s., Jihočeské mlékárny, a. s. a Aagency spol. s. r. o.), které souvisí s hlavní činností podniku, a proto je vhodné jej v aktivech ponechat. Dále je složen z půjček a úvěrů poskytnutých ovládaným a řídicím osobám a jiného dlouhodobého finančního majetku, který se netýká hlavní činnosti podniku a proto je z aktiv vyloučen. Upravený dlouhodobý finanční majetek společnosti v jednotlivých letech je zachycen v Tab. č. 4.2.

Tab. č. 4.2 Upravený dlouhodobý finanční majetek společnosti MADETA, a. s. (v tis. Kč)

Rok	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Upravený dlouhodobý finanční majetek</b>	175 879	173 189	191 329	207 043	220 209

Zdroj: vlastní výpočty

Společnost MADETA, a. s. vlastní *nedokončené investice* ve formě nedokončeného dlouhodobého hmotného a dlouhodobého nehmotného majetku. I když je tento majetek provozně potřebný, nepodílí se na tvorbě současných výsledků hospodaření, a proto je vhodné tyto investice z NOA vyloučit. Nedokončené investice společnosti v jednotlivých letech jsou zaznamenány v Tab. č. 4.3.

Tab. č. 4.3 Nedokončený DHM a DNM (v tis. Kč)

Rok	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Nedokončený DHM a DNM</b>	13 517	25 918	15 784	109 834	23 112

Zdroj: vlastní výpočty

Důležitým krokem k určení NOA je také doplnění aktiv o **operační aktiva, která nejsou vykázána v účetnictví** (především *leasing*). Společnost MADETA, a. s. využívá finanční i operativní leasing, u kterého se majetek neumožňuje aktivovat. Jelikož je však leasing určitou formou cizího financování hlavní činnosti podniku, je požadováno jej aktivovat. Vlastní postup účtování je následně založen na simulaci koupi předmětu na úvěr, který by se shodoval s podmínkami leasingové smlouvy. Dále je nezbytné vypočítat úrokovou míru, která je implicitně obsažena v leasingových splátkách, jako součet bezrizikové sazby a

rizikové přírážky, stanovené podle výše úrokového krytí<sup>5</sup>. Výpočet úrokové míry je uveden v Tab. č. 4.4.

Tab. č. 4.4 Úroková míra obsažena v leasingových splátkách

Rok	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Bezriziková sazba</b>	4,55%	4,67%	3,71%	3,51%	2,31%
<b>Ukazatel úrokového krytí</b>	2,31	3,54	4,45	4,05	4,99
<b>Riziková přírážka</b>	6,50%	3,00%	2,00%	2,00%	1,30%
<b>Úroková míra</b>	11,05%	7,67%	5,71%	5,51%	3,61%

Zdroj: vlastní výpočty

Na základě vypočítaných úrokových měr lze vypočítat leasing v jednotlivých letech. V případě společnosti MADETA, a. s. byly zveřejněny hodnoty aktivovaného finančního a operativního leasingu ve výročních zprávách. Aktivovaný operativní a finanční leasing je uveden v následující Tab. č. 4.5.

Tab. č. 4.5 Finanční a operativní leasing (v tis. Kč)

Rok	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Aktivovaný operativní leasing</b>	-	135	5534	5938	5831
<b>Aktivovaný finanční leasing</b>	18470	8945	8294	8294	8294

Zdroj: výroční zprávy společnosti MADETA, a. s. 2008 - 2012

**Ekvivalenty vlastního kapitálu** jsou další položkou NOA, která vzniká až ekonomickými úpravami a změny v aktivech se promítají pouze do hodnoty vlastního kapitálu. Mezi jednotlivé složky aktiv patří: oceňovací rozdíly u oběžných aktiv, oceňovací rozdíly u dlouhodobého majetku, aktivace nákladů s dlouhodobými předpokládanými účinky, goodwill a tiché rezervy. V případě společnosti MADETA, a. s. jsou *aktivované náklady dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku* uvedeny v Tab. č. 4.6. Předpokladem je lineární odepisování majetku.

<sup>5</sup>[http://pages.stern.nyu.edu/~%20adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ratings.htm](http://pages.stern.nyu.edu/~%20adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.htm)



Tab. č. 4.6 Aktivované náklady (v tis. Kč)

Rok	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Náklady na DNM a DHM</b>	2449294	2532787	2534450	2561874	2555153
<b>Odpisy</b>	75314	73736	64757	74985	78359
<b>Aktivované náklady</b>	2373980	2459051	2469693	2486889	2476794

Zdroj: vlastní výpočty

Z dostupných zdrojů vyplývá, že společnost MADETA, a. s. nevytváří *tiché rezervy*, nevlastní *goodwill*. Jelikož společnost oceňuje zásoby i dlouhodobý majetek v tržních cenách, nejsou zde *oceňovací rozdíly u oběžného i dlouhodobého majetku* nutné. Společnost vytváří *rezervy* na případné budoucí ztráty a rizika známá k datu účetní závěrky. Jedná se však o rezervy všeobecného charakteru, které je možno bez větších problémů rozpustit, a proto je třeba tyto rezervy zahrnout do ekvivalentů vlastního kapitálu.

Posledním krokem ke stanovení NOA je stanovení **krátkodobých, explicitně neúročených závazků**. Společnost MADETA, a. s. má závazky z obchodních vztahů, závazky k zaměstnancům, závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění, daňové závazky a dotace, krátkodobé přijaté zálohy, dohadné účty pasivní, jiné závazky a závazky k ovládané nebo ovládající osobě. Jelikož jsou závazky k ovládané nebo ovládající osobě úročeny, budou z krátkodobých, explicitně neúročených závazků vyloučeny. Společnost vykazuje také dlouhodobé závazky, a to dlouhodobé přijaté zálohy, jiné závazky a odložený daňový závazek. Hodnoty krátkodobých a dlouhodobých neúročených závazků jsou uvedeny v Tab. č. 4.7.

Tab. č. 4.7 Neúročený cizí kapitál (v tis. Kč)

Rok	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Krátkodobé závazky</b>	1 491 181	924 420	855 176	1 057 374	784 584
<b>Dlouhodobé závazky</b>	22 568	6 967	50 828	51 627	37 738
<b>Neúročený cizí kapitál</b>	1 513 749	931 387	906 004	1 109 001	822 322

Zdroj: vlastní výpočty

V následujících dvou tabulkách jsou zachyceny veškeré úpravy aktiv a pasiv a výsledná hodnota NOA ve sledovaném období. V letech 2008 až 2012 je hodnota NOA vždy vyšší než původní aktiva. Změny vyvolané úpravou aktiv mají vliv na vlastní a cizí kapitál na straně pasiv.

Tab. č. 4.8 Přehled úprav v aktivech (v tis. Kč)

Rok	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Původní aktiva</b>	2 176 905	2 029 206	1 979 692	2 030 612	2 033 832
<b>(-) Nedokončený DHM a DNM</b>	13 517	25 918	15 784	109 834	23 112
<b>(-) Krátkodobé neúročené závazky</b>	1 513 749	931 387	906 004	1 109 001	822 322
<b>(+) Aktivovaný leasing</b>	18 470	9 080	13 828	14 232	14 125
<b>(+) Aktivované náklady na DHM, DNM</b>	2 373 980	2 459 051	2 469 693	2 486 889	2 476 794
<b>NOA</b>	3 042 089	3 540 032	3 541 425	3 312 898	3 679 317

Zdroj: vlastní výpočty

Tab. č. 4.9 Přehled úprav v pasivech (v tis. Kč)

<b>Celková pasiva neupravená</b>	<b>2 176 905</b>	<b>2 029 206</b>	<b>1 979 692</b>	<b>2 030 612</b>	<b>2 033 832</b>
<b>Vlastní kapitál</b>	412 231	513 874	600 891	661 376	740 282
<b>(-) Nedokončené investice</b>	13 517	25 918	15 784	109 834	23 112
<b>(+) Aktivace nákladů DNM a DHM</b>	2 373 980	2 459 051	2 469 693	2 486 889	2 476 794
<b>(+) Rezervy</b>	73 340	253 000	234 000	221 000	198 000
<b>VK upravený</b>	2 846 034	3 200 007	3 288 800	3 259 431	3 391 964
<b>cizí zdroje</b>	1 757 493	1 508 591	1 369 016	1 336 668	1 208 982
<b>(-) Rezervy</b>	73 340	253 000	234 000	221 000	198 000
<b>(+) Závazky z leasingu</b>	18 470	9 080	13 828	14 232	14 125
<b>(-) Krátkodobé neúročené závazky</b>	1 513 749	931 387	906 004	1 109 001	822 322
<b>(+) Časové rozlišení</b>	7 181	6 741	9 785	32 568	84 568
<b>Cizí zdroje upravené</b>	196 055	340 025	252 625	53 467	287 353
<b>Upravená pasiva</b>	3 042 089	3 540 032	3 541 425	3 312 898	3 679 317

Zdroj: vlastní výpočty

#### 4.1.2 Vyčíslení operačního výsledku hospodaření - NOPAT

Pro určení NOPAT je zásadní dosáhnout symetrie mezi NOA a NOPAT. To znamená, že určité činnosti a jim odpovídající aktiva zařazené do NOA, musí být zařazené do výpočtu NOPAT formou nákladů a výnosů. Jako základ pro výpočet NOPAT je použit výsledek hospodaření z běžné činnosti.

K provoznímu výsledku hospodaření jsou připočítány **implicitní úroky**, které souvisí s finančním a operativním leasingem. K výpočtu implicitních úroků je nutné znát hodnotu aktivovaného leasingu (viz Tab. č. 4.5) a úrokovou míru obsaženou v leasingových splátkách

(viz Tab. č. 4.4). Výsledné hodnoty implicitních úroků společnosti MADETA, a. s. jsou uvedeny v Tab. č. 4.10.

Tab. č. 4.10 Implicitní úroky (v Kč)

Rok	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Implicitní úroky</b>	20409	6 964	7896	7842	5099

Zdroj: vlastní výpočty

Dále je třeba vyloučit **mimořádné položky**, které se svou výší nebudou opakovat. V případě společnosti MADETA, a. s. se jedná o *prodej dlouhodobého majetku a rozpuštění nevyužitých rezerv*. Tyto mimořádné položky je potřeba z výsledku hospodaření vyloučit. Hodnoty mimořádných položek jsou zaznamenány v Tab. č. 4.11.

Tab. č. 4.11 Přehled mimořádných položek (v tis. Kč)

Rok	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Tržby z prodeje DM</b>	3708	3400	46993	14863	24539
<b>Zůstatková cena</b>	2262	1983	25950	5379	18944
<b>Zisk</b>	1446	1417	21043	9484	5595
<b>Změna stavu rezerv</b>	70 910	-179 660	19 000	13 000	23 000

Zdroj: vlastní výpočty

Do výsledku hospodaření je potřeba také započítat **nákladové úroky**, jejichž hodnoty jsou zachyceny v Tab. č. 4.12.

Tab. č. 4.12 Nákladové úroky (v tis. Kč)

Rok	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Nákladové úroky</b>	42893	26 173	25715	16641	20148

Zdroj: vlastní výpočty

Zvláště důležitou položkou ke zjištění operačního výsledku hospodaření je tzv. **upravená daňová sazba**. K výpočtu upravené daňové sazby lze použít několik různých postupů. Upravená daňová sazba společnosti MADETA, a. s. je stanovena jako podíl výsledku hospodaření za běžnou činnost před zdaněním a daně z příjmu za běžnou činnost, viz Tab. č. 4.13. Jelikož společnost počítá s tzv. odloženou daní, může vznikat hospodářský

výsledek záporný. Přesto je však daň zaplacená. Následně se tato skutečnost projeví v záporné úrokové sazbě. V případě společnosti MADETA, a. s. se záporná úroková sazba nevyskytuje.

Tab. č. 4.13 Upravená daňová sazba (v tis. Kč)

Rok	2008	2009	2010	2011	2012
<b>VH za běžnou činnost před zdaněním (v tis. Kč)</b>	56331	66534	88711	50709	80441
<b>Daň z příjmů za běžnou činnost (v tis. Kč)</b>	13954	20 705	19787	5905	14677
<b>Daňová sazba pro výpočet NOPAT</b>	24,77%	31,12%	22,31%	11,64%	18,25%

Zdroj: vlastní výpočty

NOPAT je potřeba upravit také o **změny vlastního kapitálu**, které se projevily při výpočtu NOA. Při úpravě NOPAT jsou odstraněny původní náklady *dlouhodobého majetku* i *aktivace leasingu* a nahrazeny odhadem odpisů. Výše odpisů dlouhodobého majetku i leasingu v jednotlivých letech společnosti jsou uvedeny v Tab. č. 4.14.

Tab. č. 4.14 Přehled změn vlastního kapitálu (v tis. Kč)

Rok	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Odpisy nákladů na DNM a DHM</b>	2373980	2459051	2469693	2486889	2476794
<b>Odpisy leasingu - celkem</b>	18470	9080	13828	14232	14125
<b>Odpisy leasingu - kumulovaně</b>	18470	27550	41378	55610	69735

Zdroj: vlastní výpočty

Dále je nutné z výsledku hospodaření vyjmout *nákladové rezervy*, které nejsou skutečnými závazky, z cizího kapitálu a zahrnout je do kapitálu vlastního. Důležité je také odstranit *náklady na nedokončené investice*. V Tab. č. 4.15 je uveden přehled nákladových rezerv a nákladů na nedokončené investice společnosti v jednotlivých letech.

Tab. č. 4.15 Náklady na nedokončené investice (v tis. Kč)

Rok	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Nákladové rezervy</b>	73 340	253 000	234 000	221 000	198 000
<b>Náklady na nedokončené investice</b>	13 517	25 918	15 784	109 834	23 112

Zdroj: vlastní výpočty

Veškeré výše zmíněné úpravy, včetně výsledné hodnoty NOPAT společnosti v letech 2008 až 2012, jsou shrnuty v Tab. č. 4.16. Během sledovaného období jsou hodnoty NOPAT více jak o trojnásobek vyšší než výsledek hospodaření za běžnou činnost. Největší nárůst NOPAT byl zaznamenán v roce 2009.

Tab. č. 4.16 Přehled úprav ke stanovení NOPAT (v tis. Kč)

Rok	2008	2009	2010	2011	2012
<b>VH za běžnou činnost</b>	56331	66534	88711	50709	80441
<b>(+) implicitní úroky</b>	20,41	6,96	7,90	7,84	5,10
<b>(-) zisk z prodeje DM</b>	1446	1417	21043	9484	5595
<b>(-) rozpuštěné nevyužité rezervy</b>	70910	0	19000	13000	23000
<b>(+) nákladové úroky</b>	42893	26 173	25715	16641	20148
<b>(+) náklady na DM</b>	2449294	2532787	2534450	2561874	2555153
<b>(-) odpisy nákladů na DM</b>	2373980	2459051	2469693	2486889	2476794
<b>(+) náklad na operativní a finanční leasing</b>	18470	27550	41378	55610	69735
<b>(+) nákladové rezervy</b>	73340	253000	234000	221000	198000
<b>(-) náklady na nedokončené investice</b>	13517	25918	15784	109834	23112
<b>Nezdaněný NOPAT</b>	180495	419 665	398742	286635	394981
<b>daňová sazba pro výpočet NOPAT</b>	24,77%	31,12%	22,31%	11,64%	18,25%
<b>Výše daně NOPAT</b>	447	1 306	889	334	721
<b>NOPAT</b>	180048	418 359	397853	286301	394260

Zdroj: vlastní výpočty

#### 4.1.3 Vyčíslení průměrných nákladů na kapitál - WACC

Průměrné náklady na kapitál (WACC) jsou vyčísleny pomocí stavebnicové metody, kterou používá Ministerstvo průmyslu a obchodu České Republiky. Veškeré výpočty jsou provedeny dle podkapitoly 2.3.4.

**Náklady na vlastní kapitál** ( $R_E$ ) společnosti jsou dány součtem bezrizikové sazby ( $R_F$ ) a rizikových přírážek ( $R_{LA}$ ,  $R_{podnikatelské}$ ,  $R_{finstab}$ ). Prvním krokem je stanovení bezrizikové

sazby  $R_F$  jako výnos desetiletých státních dluhopisů. Velikosti  $R_F$  jsou v jednotlivých letech převzaty z internetových stránek Ministerstva průmyslu a obchodu a zaznamenány v Tab. č. 4.17.

Tab. č. 4.17 Bezriziková sazba

Rok	2008	2009	2010	2011	2012
$R_F$	4,55%	4,67%	3,71%	3,51%	2,31%

Zdroj: www.mpo.cz

Riziková přírážka za velikost podniku ( $R_{LA}$ ) je ovlivněna velikostí úplatných zdrojů (tj. suma VK, bankovních úvěrů a obligací). Z Tab. č. 4.18 lze vidět, že úplatné zdroje nepřevyšují ve všech letech částku 3 mld. Kč, proto bude riziková přírážka  $R_{LA}$  stanovena dle vzorce (2.23).

Tab. č. 4.18 Riziková přírážka za velikost podniku

Rok	2008	2009	2010	2011	2012
Úplatné zdroje (v tis. Kč)	1 177 312	1 153 874	1 126 570	1 164 388	1 158 942
$R_{LA}$	1,98%	2,03%	2,09%	2,00%	2,02%

Zdroj: vlastní zpracování

Při stanovení rizikové přírážky za obchodní podnikatelské riziko ( $R_{podnikatelské}$ ) se vychází z poměru ukazatele ROA a ukazatele  $X1$  (tj. podíl úplatných zdrojů a celkových aktiv vynásobený úrokovou mírou). Jelikož je ukazatel  $X1$  ve všech letech menší než ukazatel ROA, riziková přírážka se v těchto letech rovná minimálnímu riziku v odvětví. Rizikové přírážky za obchodní podnikatelské riziko jsou v letech 2008 až 2012 uvedeny v Tab. č. 4.19.

Tab. č. 4.19 Riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko

Rok	2008	2009	2010	2011	2012
$X1 = (UZ/A) \cdot UM$	3,03%	2,33%	2,78%	1,90%	2,74%
EBIT/A	4,56%	4,57%	5,78%	3,32%	4,95%
$R_{podnikatelské}$	3,49%	3,77%	3,78%	3,18%	3,65%

Zdroj: vlastní zpracování

Poslední rizikovou přírážkou je riziková přírážka za finanční stabilitu ( $R_{\text{finstab}}$ ), která je zachycena v Tab. č. 4.20. K výpočtu této přírážky je nutné znát běžnou likviditu, která se vypočítá dle vzorce (2.25), a následně ji porovnat s dolní mezí likvidity XL1 a horní mezí XL2 (tj. likvidita za odvětví). Jelikož je v letech 2008, 2009 a 2011 běžná likvidita menší než XL1, riziková přírážka  $R_{\text{finstab}}$  je rovna 10 %. V letech 2010 a 2012 se hodnota ukazatele běžné likvidity pohybovala v rozmezí dolní a horní meze a proto  $R_{\text{finstab}}$  je vypočítán dle uvedeného vzorce v teoretické části této práce.

Tab. č. 4.20 Riziková přírážka za finanční stabilitu

Rok	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Běžná likvidita</b>	0,0000	0,9804	1,0156	0,7981	1,0998
<b><math>R_{\text{finstab}}</math></b>	10,00%	10,00%	9,79%	10,00%	8,71%

Zdroj: vlastní zpracování

Dále jsou vyčísleny celkové náklady kapitálu nezadlužené firmy ( $WACC_U$ ) dle vzorce (2.19) a náklady kapitálu zadlužené firmy ( $WACC_L$ ) dle vzorce (2.20). Z důvodu zamezení extrémních případů se doporučují limity na velikost přírážky finanční struktury  $R_{\text{finstr.}}$ . Na závěr jsou určeny náklady vlastního kapitálu ( $R_E$ ) dle vzorce (2.22), jehož výsledné hodnoty jsou uvedeny v Tab. č. 4.21.

Tab. č. 4.21 Vyčíslení nákladů na vlastní kapitál

Rok	2008	2009	2010	2011	2012
<b><math>WACC_U</math></b>	20,02%	20,46%	19,37%	18,69%	16,69%
<b><math>WACC_L</math></b>	18,54%	19,17%	18,40%	17,81%	16,04%
<b><math>R_E</math></b>	30,02%	30,46%	29,37%	28,69%	23,90%
<b><math>R_{\text{finstr.}}</math></b>	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	7,21%

Zdroj: vlastní zpracování

Posledním krokem k vyčíslení průměrných vážených nákladů na kapitál je určit **náklady na cizí kapitál** ( $R_D$ ). Součástí nákladů na cizí kapitál jsou bankovní úvěry a výpomoci, závazky poskytnuté ovládající a ovládanou osobou a také náklady na finanční a operativní leasing, jejichž výpočet je součástí Tab. č. 4.22.

Tab. č. 4.22 Náklady na finanční a operativní leasing

Rok	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Odhadnutá úroková míra</b>	11,05%	7,67%	5,71%	5,51%	3,61%
<b>(1-t)</b>	79,00%	80,00%	81,00%	81,00%	81,00%
<b>Náklady na finanční a operativní leasing</b>	8,73%	6,14%	4,63%	4,46%	2,92%

Zdroj: vlastní zpracování

$R_D$  je následně vypočteno dle vzorce (2.13) a uvedeno v Tab. č. 4.23. Výsledná hodnota nákladů na cizí kapitál je tvořena 65 % náklady na cizí kapitál a 35 % náklady na finanční a operativní leasing.

Tab. č. 4.23 Vyčíslení nákladů na cizí kapitál

Rok	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Bankovní úvěry a výpomoci (v tis. Kč)</b>	765 081	640 000	525 679	503 012	418 660
<b>Závazky - ovládající a ovládaná osoba (v tis. Kč)</b>	0	0	0	0	0
<b>Průměrný stav cizího úročeného kapitálu (v tis. Kč)</b>	765 081	640 000	525 679	503 012	418 660
<b>Nákladové úroky (v tis. Kč)</b>	42 893	26 173	25 715	16 641	20 148
<b>Úroková míra z dluhu (i)</b>	5,61%	4,09%	4,89%	3,31%	4,81%
<b>Sazba daně (t)</b>	21,00%	20,00%	19,00%	19,00%	19,00%
<b><math>R_D</math></b>	4,43%	3,27%	3,96%	2,68%	3,90%
<b>Náklady na finanč. a operat. leasing</b>	8,73%	6,14%	4,63%	4,46%	2,92%
<b><math>R_{D\text{celkem}}</math></b>	5,93%	4,27%	4,19%	3,30%	3,56%

Zdroj: vlastní zpracování

Na základě výše propočtených údajů lze stanovit výši **průměrných nákladů na kapitál** (WACC) v letech 2008 až 2012. WACC je vypočítán dle vzorce (2.12) a uveden v Tab. č. 4.24.



Tab. č. 4.24 Vyčíslení průměrných nákladů na kapitál

Rok	2008	2009	2010	2011	2012
<b>D (v tis. Kč)</b>	1757493	1508591	1369016	1336668	1208982
<b>E (v tis. Kč)</b>	412231	513874	600891	661376	740282
<b>R<sub>D</sub></b>	5,93%	4,27%	4,19%	3,30%	3,56%
<b>R<sub>E</sub></b>	30,02%	30,46%	29,37%	28,69%	23,90%
<b>WACC</b>	10,51%	10,93%	11,88%	11,71%	11,28%

Zdroj: vlastní zpracování

#### 4.1.4 Zhodnocení finanční výkonnosti dle ukazatele EVA - Entity

Na základě výše zmíněných úprav byla vypočtena ekonomická přidaná hodnota na bázi provozního zisku (EVA – Entity) společnosti MADETA, a. s. v letech 2008 – 2012. EVA – Entity byla vypočtena dle vzorce (2.8). Výsledné hodnoty jsou zachyceny v Tab. č. 4.25.

Z vypočtených výsledků EVA – Entity je patrné, že společnost dosahuje ve sledovaném období kladné přidané hodnoty pouze v roce 2009. V ostatních letech nevytváří ekonomický zisk, a tedy bohatství vlastníků je snižováno. Vývoj EVA - Entity je zachycen v grafu č. 4.1.

V roce 2008 vykazuje společnost MADETA, a. s. nejnižší hodnotu ukazatele EVA – Entity ve výši -139 667,7 tis. Kč. Velmi nízká hodnota EVA – Entity je způsobena především nízkou hodnotou výsledku hospodaření, a to díky nárůstu krátkodobých závazků vůči dodavatelům na 810 985 tis. Kč a také poklesem poptávky po výrobcích vlivem finanční krize.

Tab. č. 4.25 EVA - Entity

Rok	2008	2009	2010	2011	2012
<b>NOPAT (v tis. Kč)</b>	180 048	418 359	397 853	286 301	394 260
<b>WACC</b>	0,1051	0,1093	0,1188	0,1171	0,1128
<b>NOA (v tis. Kč)</b>	3 042 089	3 540 032	3 541 425	3 312 898	3 679 317
<b>EVA – Entity (v tis. Kč)</b>	-139 667,7	31 494,5	-22 696,2	-101 567,4	-20 881,4

Zdroj: vlastní zpracování

V následujícím roce bylo ve společnosti MADETA, a. s. dosaženo ekonomické přidané hodnoty způsobené nárůstem výsledku hospodaření (NOPAT), především díky navýšení nákladových rezerv. V roce 2010 byla ekonomická přidaná hodnota na bázi provozního zisku ve výši -22 696,2 tis. Kč. Tento pokles byl způsoben zejména poklesem výsledku hospodaření (NOPAT). Pokles výsledné hodnoty EVA – Entity byl také ovlivněn navýšením aktivovaného leasingu, který navyšuje hodnotu NOA.

V letech 2010 a 2011 došlo až k pěti násobnému propadu EVA - Entity, na hodnotu - 101 567,4 tis. Kč. Tato skutečnost je způsobena především poklesem NOPATu o 111 552 tis. Kč, a to díky nárůstu nákladů na nedokončené investice o 94 050 tis. Kč.

V posledním roce sledovaného období se EVA – Entity razantně zvýšila. Pokles ekonomické ztráty byl způsoben nárůstem hodnoty NOPAT, především díky zvýšení výsledku hospodaření o 107 959 tis. Kč a poklesu nákladů na nedokončené investice o 86 722 tis. Kč. Ekonomická ztráta společnosti byla v tomto roce nejnižší, avšak stále nevytváří ekonomickou přidanou hodnotu.

Jelikož společnost MADETA, a. s. v letech 2008 až 2012 částečně obnovovala dlouhodobý majetek při nevzrůstajících průměrných vážených nákladech, lze tvrdit, že i když společnost MADETA, a. s. nevytváří pro své vlastníky přidanou hodnotu, je její hospodaření efektivní.

Graf č. 4.1 EVA - Entity



Zdroj: vlastní zpracování

## 4.2 Analýza výkonnosti společnosti pomocí ukazatele EVA – Equity

V této kapitole byla vypočtena hodnota ekonomické přidané hodnoty na bázi zúženého hodnotového rozpětí (EVA – Equity) společnosti MADETA, a.s. v letech 2008 – 2012 dle vzorce (2.10). Potřebné údaje k výpočtu EVA – Equity jsou zachyceny v Tab. č. 4.26.

Hodnoty rentability vlastního kapitálu (ROE) byly převzaty z Tab.č. 3.2, náklady na vlastní kapitál ( $R_E$ ) v jednotlivých letech jsou součástí Tab. č. 4.21.

Tab. č. 4.26 EVA - Equity

Rok	2008	2009	2010	2011	2012
<b>ROE</b>	10,28%	8,92%	11,47%	6,77%	8,88%
<b><math>R_E</math></b>	30,02%	30,46%	29,37%	28,69%	23,90%
<b>E = VK (v tis. Kč)</b>	412 231	513 874	600 891	661 376	740 282
<b>EVA – Equity (v tis. Kč)</b>	-81 362,8	-110 712,0	-107 584,3	-144 961,6	-111 167,7
<b>SPREAD</b>	-19,74%	-21,54%	-17,90%	-21,92%	-15,02%

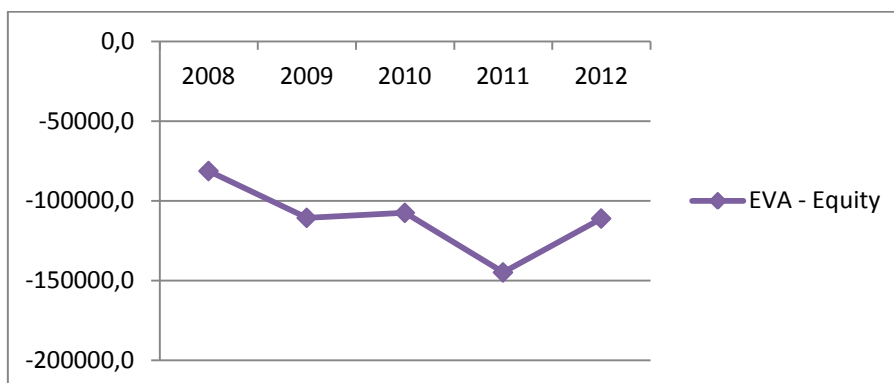
Zdroj: vlastní zpracování

Z grafu č. 4.2 vyplývá, že společnost nevytváří žádnou ekonomickou přidanou hodnotu na bázi zúženého hodnotového rozpětí.

EVA - Equity má v průběhu analyzovaného období střídající se tendenci. Důležité je sledovat vývoj spreadu mezi rentabilitou vlastního kapitálu a náklady na vlastní kapitál. Rozdíl mezi ROE a  $R_E$  by měl být minimálně kladný, neboť pouze tehdy jim investice do společnosti přináší více, než by jim přinesla investice alternativní. Hodnota spreadu společnosti MADETA, a. s. je ve všech letech záporná. Nejhorší situace nastala v letech 2009 a 2011, kdy EVA – Equity dosahovala ekonomické ztráty přibližně 130 000 tis. Kč. Hlavní příčinou bylo dosažení značně vysoké negativní hodnoty spreadu, na který měla vliv především nízká hodnota rentability vlastního kapitálu, způsobená vlivem poklesu EBITu v roce 2009, a to díky zvýšené dani z příjmu za běžnou činnost o přibližně 7 mil. Kč.

V dalším období by se měla společnost MADETA, a. s. zaměřit na získání kladné hodnoty spreadu a kladné ekonomické přidané hodnoty, neboť tento vývoj nemusí být dlouhodobě udržitelný.

Graf č. 4.2 EVA - Equity



Zdroj: vlastní zpracování

### 4.3 Pyramidový rozklad EVA - Equity

K celkovému posouzení výkonnosti společnosti je také vhodné posoudit vliv jednotlivých dílčích faktorů, které na ekonomickou přidanou hodnotu působí, pomocí pyramidového rozkladu. Díky těmto rozkladům lze nalézt problémy, jež jsou ve společnosti MADETA, a. s. aktuální. Pyramidový rozklad bude proveden pro ukazatel EVA – Equity společnosti MADETA, a.s. v letech 2008 – 2012. Vzhledem k záporným hodnotám dílčích vlivů bude použita funkcionální metoda rozkladu.

Ekonomická přidaná hodnota (EVA) bude rozložena do osmi stupňů rozkladu. V prvním stupni bude posouzen vliv vlastního kapitálu (VK) a rozdílu mezi rentabilitou vlastního kapitálu (ROE) a náklady na vlastní kapitál ( $R_E$ ). V následujících stupních rozkladu budou posuzovány faktory ovlivňující především ukazatel ROE, ale také  $R_E$ . Použité vstupní údaje jsou uvedeny v příloze č. 3. Pyramidový rozklad EVA – Equity v letech 2008 až 2012 lze nalézt v příloze č. 4.

Při analýze první úrovně rozkladu ukazatele EVA na vlastní kapitál (VK) a spread ( $ROE - R_E$ ) je z Tab. č. 4.27 patrné, že na velikost EVA měl v letech 2008/2009 největší vliv vlastní kapitál a v letech 2009/2010, 2010/2011 a 2011/2012 měl největší vliv spread. Vliv vlastního kapitálu byl ve všech letech záporný a nižší (kromě roku 2008/2009) než vliv spreadu, který v absolutní hodnotě převyšoval účinek vlastního kapitálu. Spread měl pozitivní vliv na ukazatel EVA v letech 2009/2010 a 2011/2012, avšak nedostatečný k dosažení kladné hodnoty EVA.

Tab. č. 4.27 První stupeň pyramidového rozkladu ukazatele EVA – Equity (v tis. Kč)

Rok	2008/2009	vliv	2009/2010	vliv	2010/2011	vliv	2011/2012	vliv
<b>Δ EVA - Equity</b>	-29 349	-	3 128	-	-37 377	-	33 794	-
<b>VK</b>	-20 980	1.	-17 164	2.	-12 043	2.	-14 572	2.
<b>ROE</b>	-6 304	2.	14 224	1.	-29 638	1.	14 782	1.
<b>R<sub>E</sub></b>	-2 064		6 067		4 304		33 583	

Zdroj: vlastní zpracování

Souhrn ostatních dílčích vlivů, působících na ukazatel EVA je přehledně zobrazen v Tab. č. 4.28.

Tab. č. 4.28 Ostatní dílčí vlivy na ukazatel EVA – Equity (v tis. Kč)

Rok	2008/2009	vliv	2009/2010	vliv	2010/2011	vliv	2011/2012	vliv
$\Delta$ EVA - Equity	-29 349	-	3 128	-	-37 377	-	33 794	-
VK	-20 980	24.	-17 164	27.	-12 043	26.	-14 572	26.
R <sub>F</sub>	-556	13.	-754	18.	-942	19.	21 635	5.
R <sub>PODNIK.</sub>	-1 272	15.	14	11.	-2 851	24.	-8 525	23.
R <sub>FIN.STAB.</sub>	0	-	-162	15.	974	8.	23 198	4.
R <sub>LA</sub>	-237	11.	47	10.	-393	16.	-215	18.
R <sub>FINSTR.</sub>	0	-	6 922	3.	0	-	50 301	2.
EAT/EBT	-3 978	19.	6 849	4.	5 572	5.	11 062	8.
EBT/EBIT	10 536	2.	4 393	5.	-1 269	22.	-8 589	25.
VK/VK	0	-	0	-	0	-	0	-
Ost.P/VK	-42	10.	50	9.	446	9.	-3 191	22.
Rezervy / VK	3 061	5.	-1 634	20.	-747	18.	3 274	11.
Závazky / VK	-10 043	21.	-2 919	22.	-1 186	21.	6 196	10.
Bank. úvěry / VK	-5 944	20.	-5 884	24.	-1 545	23.	9 574	9.
Finanč. N / V	-13 453	23.	50 228	2.	8 747	3.	13 321	6.
Mimoř. N / V	0	-	0	-	0	-	0	-
Pohl. za UZK/V	0	-	0	-	0	-	0	-
DA/V	-3 289	18.	-3 913	23.	-1 125	20.	-691	20.
Ost. A/V	-310	12.	376	6.	61	11.	-271	19.
N na prod. zboží / V	7 765	4.	-2 241	21.	45 232	1.	-47 347	27.
N mat. a energie / V	42 006	1.	-70 309	28.	-103 802	27.	-186 311	28.
N služby / V	9 982	3.	-14 934	26.	17 518	2.	123 704	1.
Nosobní / V	-10 658	22.	-10 242	25.	8 088	4.	-8 575	24.
Odpisy / V	-794	14.	143	8.	-4 527	25.	12 122	7.
N ostat.provoz. / V	-29 328	25.	66 055	1.	5 466	6.	36 248	3.
Kr. pohled./V	-1 616	16.	-1 153	19.	1 797	7.	2 543	12.
DL.pohled. /V	8	9.	-2	14.	-6	12.	1	15.
Fin. majetek / V	-2 123	17.	368	7.	-470	17.	1 104	13.
Materiál / V	0	-	8	13.	-39	13.	-7	16.
Nedok. výroba / V	733	7.	-519	17.	264	10.	708	14.
Výrobky / V	1 167	6.	-506	16.	-373	15.	-2 723	21.
Zboží / V	13	8.	11	12.	-222	14.	-179	17.
Ostat. zásoby / V	0	-	0	-	0	-	0	-
<b>SUMA vlivů</b>	<b>-29 349</b>	<b>-</b>	<b>3 128</b>	<b>-</b>	<b>-37 377</b>	<b>-</b>	<b>33 794</b>	<b>-</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Kladné vlivy jsou v Tab. č. 4.29 vyznačeny zelenou barvou, záporné vlivy barvou červenou. V letech 2008 až 2012 byla ekonomická přidaná hodnota záporná, tzn., že součet záporných vlivů dílčích ukazatelů převýšil součet vlivů kladných.

Při analýze dalších úrovní rozkladu ukazatele EVA měl největší pozitivní vliv **v roce 2009** ukazatel nákladovosti materiálních a energetických nákladů ve výši 42 006 tis. Kč a ukazatel úrokové redukce ve výši 10 536 tis. Kč. Mezi ostatní tři ukazatele s největším kladným vlivem patří ukazatele nákladovosti nákladů na služby (9 982 tis. Kč), nákladovosti nákladů na prodané zboží (7 765 tis. Kč) a rezervy/VK (3 061 tis. Kč). Ekonomická přidaná hodnota je negativně ovlivněna především z hlediska provozní nákladovosti, a to konkrétně nákladovostí ostatních provozních nákladů ve výši - 29 328 tis. Kč a nákladovostí osobních nákladů (- 10 658 tis. Kč). Mezi další negativní vliv působící na vývoj EVA patří finanční nákladovost ve výši -13 453 tis. Kč, poměr cizího kapitálu k vlastnímu kapitálu (především ukazatel závazky/VK ve výši -10 043 tis. Kč a bankovní úvěry/VK ve výši -5 944 tis. Kč). Změna finanční páky (- 12 967 tis. Kč) je negativně ovlivněna změnou podílu cizích zdrojů na vlastním kapitálu, přičemž podíl cizích zdrojů na vlastním kapitálu je nejvíce ovlivněn záporným efektem z podílu krátkodobých závazků na vlastním kapitálu, dále také negativním vlivem podílu bankovních úvěrů na vlastním kapitálu a pozitivním vlivem podílu rezerv na vlastním kapitálu.

Vývoj ekonomické přidané hodnoty **v roce 2010** nejvíce kladně ovlivnil ukazatel nákladovosti ostatních provozních nákladů ve výši 66 055 tis. Kč. Avšak ukazatel provozní nákladovosti měl na hodnotu EVA negativní vliv, především kvůli negativnímu efektu ukazatele nákladovosti materiálních a energetických nákladů ve výši -70 309 tis. Kč, nákladovosti nákladů na služby (- 14 934 tis. Kč) a nákladovostí osobních nákladů (- 10 242 tis. Kč). Rentabilita vlastního kapitálu ovlivňuje EVU kladně (14 224 tis. Kč). ROE je nejvíce ovlivněno pozitivním efektem daňové redukce ve výši 6 849 tis. Kč a také úrokové redukce ve výši 4 393 tis. Kč. Také v roce 2010 ovlivňuje finanční páka ukazatel EVA negativně. Finanční páka je nejvíce ovlivněna změnou podílu cizích zdrojů na vlastním kapitálu (- 10 437 tis. Kč) především díky nárůstu bankovních úvěrů (- 5 884 tis. Kč), závazků (-10 437 tis. Kč) a nárůstu rezerv ve výši - 1 634 tis. Kč.

**V roce 2011** je EVA snížena o - 37 377 tis. Kč. Tato změna ekonomické přidané hodnoty je způsobena především negativním působením hodnoty vlastního kapitálu ve výši - 12 043 tis. Kč a také provozní nákladovostí (- 32 024 tis. Kč), která je ovlivněna negativně nákladovostí materiálních a energetických nákladů ve výši - 103 802 tis. Kč a nákladovostí

odpisů nákladů ve výši - 4 527 tis. Kč. Na EVU má záporný vliv rentabilita vlastního kapitálu (- 22 122 tis. Kč), přičemž ROE je ovlivněno především záporným efektem rentability výnosů ve výši - 23 277 tis. Kč, poté finanční pákou ve výši 3 033 tis. Kč v důsledku záporného vlivu z podílu všech cizích zdrojů na vlastním kapitálu (- 3 478 tis. Kč). Poměr cizích zdrojů na vlastním kapitálu je nejvíce ovlivněn poklesem bankovních úvěrů (- 1 545 tis. Kč) a také poklesem závazků (- 1 186 tis. Kč).

**V roce 2012** je ekonomická přidaná hodnota zvýšena oproti předcházejícímu období o 33 794 tis. Kč. Tento meziroční nárůst je ovlivněn pozitivním efektem nákladů na vlastní kapitál (86 394 tis. Kč) a negativním vlivem rentability vlastního kapitálu (- 38 028 tis. Kč). Náklady na vlastní kapitál jsou především pozitivně ovlivňovány rizikovou přírážkou za finanční strukturu (50 301 tis. Kč), rizikovou přírážkou za finanční stabilitu (23 198 tis. Kč) a bezrizikovou sazbou (21 635 tis. Kč). Rentabilita vlastního kapitálu působí na změnu ekonomické přidané hodnoty negativně, především kvůli záporné hodnotě ukazatele rentability výnosů. Pozitivně na ROE působila především finanční páka, v důsledku pozitivního efektu z podílu všech cizích zdrojů na vlastním kapitálu ve výši 19 044 tis. Kč. Z hlediska nákladovosti má kladný vliv na změnu ekonomické přidané hodnoty především nákladovost nákladů na služby ve výši 123 704 tis. Kč, dále pak nákladovost ostatních provozních nákladů (36 248 tis. Kč) a nákladovost odpisů nákladů (12 122 tis. Kč). Záporný vliv na provozní nákladovost je zaznamenán u nákladovosti materiálních a energetických nákladů ve výši -186 311 tis. Kč, nákladovosti nákladů na prodané zboží (- 47 347 tis. Kč) a nákladovosti osobních nákladů (- 8 575 tis. Kč).

#### **4.3.1 Srovnání pyramidového rozkladu EVA – Equity společnosti s odvětvím**

V této podkapitole bude srovnán ukazatel EVA – Equity ve společnosti MADETA, a. s. a v potravinářském průmyslu pomocí dílčích vlivů pyramidového rozkladu. Pyramidový rozklad bude rozložen do třech úrovní. Vstupní údaje pyramidového rozkladu EVA - Equity společnosti a odvětví jsou zaznamenány v Tab. č. 4.29. Dílčí vlivy na ukazatel EVA – Equity společnosti jsou zaznamenány v Tab.č. 4.30 a dílčí vlivy na ukazatel EVA – Equity v odvětví v Tab. č. 4.31. Pyramidový rozklad EVA – Equity odvětví v letech 2008 až 2012 lze nalézt v příloze č. 5.



Tab. č. 4.29 Vstupní údaje pyramidového rozkladu EVA - Equity společnosti a odvětví

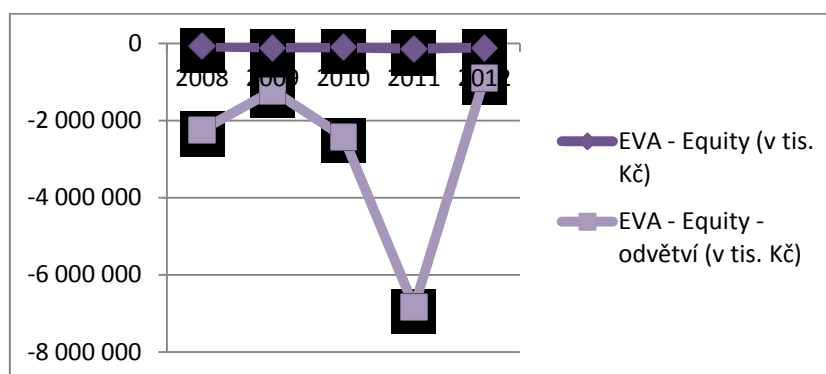
Ukazatel	Rok				
	2008	2009	2010	2011	2012
<b>EVA - Equity (v tis. Kč)</b>	-81 363	-110 712	-107 584	-144 962	-111 168
<b>EVA - Equity - odvětví (v tis. Kč)</b>	-2 243 389	-1 230 033	-2 422 354	-6 832 294	-899 345
<b>E (v tis. Kč)</b>	412 231	513 874	600 891	661 376	740 282
<b>E - odvětví (v tis. Kč)</b>	40 312 676	40 181 902	41 723 576	89 478 142	49 955 154
<b>ROE - <math>R_E</math></b>	-19,74%	-21,54%	-17,90%	-21,92%	-15,02%
<b>ROE - <math>R_E</math> odvětví</b>	-5,56%	-3,06%	-5,81%	-7,64%	-1,80%
<b>ROE</b>	10,28%	8,92%	11,47%	6,77%	8,88%
<b>ROE - odvětví</b>	11,61%	14,56%	11,69%	9,21%	12,77%
<b><math>R_E</math></b>	30,02%	30,46%	29,37%	28,69%	23,90%
<b><math>R_E</math> - odvětví</b>	17,17%	17,62%	17,49%	16,84%	14,57%
<b>EAT/EBIT</b>	42,71%	49,43%	60,23%	66,52%	65,38%
<b>EAT/EBIT - odvětví</b>	62,11%	69,70%	75,82%	77,41%	73,90%
<b>EBIT/A</b>	4,56%	4,57%	5,78%	3,32%	4,95%
<b>EBIT/A - odvětví</b>	8,14%	9,93%	7,32%	11,90%	8,70%
<b>A/VK</b>	5,2808	3,9488	3,2946	3,0703	2,7474
<b>A/VK - odvětví</b>	2,2972	2,1030	2,1053	1,0000	1,9865
<b><math>R_F</math></b>	4,55%	4,67%	3,71%	3,51%	2,31%
<b><math>R_F</math> - odvětví</b>	4,55%	4,67%	3,71%	3,51%	2,31%
<b><math>R_{\text{PODNIK.}}</math></b>	3,49%	3,77%	3,78%	3,18%	3,65%
<b><math>R_{\text{PODNIK.}}</math> - odvětví</b>	3,49%	3,77%	3,78%	3,18%	3,65%
<b><math>R_{\text{FIN.STAB.}}</math></b>	10,00%	10,00%	9,79%	10,00%	8,71%
<b><math>R_{\text{FIN.STAB.}}</math> - odvětví</b>	2,10%	3,21%	4,40%	5,24%	3,90%
<b><math>R_{\text{LA}}</math></b>	1,98%	2,03%	2,09%	2,00%	2,02%
<b><math>R_{\text{LA}}</math> - odvětví</b>	2,27%	2,02%	1,93%	1,57%	1,43%
<b><math>R_{\text{FINSTR.}}</math></b>	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	7,21%
<b><math>R_{\text{FINSTR.}}</math> - odvětví</b>	4,76%	3,59%	0	0	0

Zdroj: vlastní zpracování

Srovnání ekonomické přidané hodnoty je zobrazeno v grafu č. 4.3. Ekonomická přidaná hodnota podniku má zcela odlišný vývoj než u odvětví. V porovnání se společností MADETA, a. s. byly v odvětví zaznamenány mnohem větší meziroční výkyvy.

Ve sledovaném období podnik netvořil hodnotu pro své vlastníky. Odvětví rovněž netvořilo hodnotu. V roce 2011 dosahuje společnost i příslušné odvětví nejhorších výsledků.

Graf č. 4.3 Srovnání EVA – Equity společnosti a odvětví



Zdroj: vlastní zpracování

V podniku byla tato situace zapříčiněna zejména negativním vlivem vlastního kapitálu (VK) společnosti (o -12 043 tis. Kč), poklesem výsledku hospodaření a tím i snížením rentability vlastního kapitálu (ROE). Na ukazatel ROE měl největší negativní vliv ukazatel rentability aktiv (ROA) ve výši -31 339 tis. Kč a také finanční páka ve výši -4 063 tis. Kč.

Tab. č. 4.30 Dílčí vlivy na ukazatel EVA – Equity společnosti (v tis. Kč)

Rok	2008/2009	vliv	2009/2010	vliv	2010/2011	vliv	2011/2012	vliv
<b>EVA</b>	-29 349	-	3 128	-	-37 377	-	33 794	-
<b>VK</b>	-20 980	7.	-17 164	9.	-12 043	7.	-14 572	9.
<b>EAT/EBIT</b>	6 558	1.	11 241	2.	5 764	1.	-961	6.
<b>EBIT/A</b>	104	2.	13 369	1.	-31 339	8.	21 906	1.
<b>A/VK</b>	-12 967	6.	-10 386	8.	-4 063	6.	-6 162	8.
<b>R<sub>F</sub></b>	-556	4.	-754	7.	1 262	3.	8 410	4.
<b>R<sub>PODNIK.</sub></b>	-1 272	5.	14	5.	3 819	2.	-3 314	7.
<b>R<sub>FIN.STAB.</sub></b>	0	-	-162	6.	-1 304	5.	9 018	3.
<b>R<sub>LA</sub></b>	-237	3.	47	4.	526	4.	-83	5.
<b>R<sub>FINSTR.</sub></b>	0	-	6 922	3.	0	-	19 553	2.
<b>SUMA</b>	-29 349	-	3 128	-	-37 377	-	33 794	-

Zdroj: vlastní zpracování

V případě potravinářského průmyslu byl propad ekonomické přidané hodnoty v roce 2011 způsoben poklesem tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb, výrazným meziročním poklesem hodnoty vlastního kapitálu o -3 209 449 tis. Kč a také negativním vlivem ukazatele ROE, který byl ovlivněn poklesem hodnoty finanční páky o -5 342 556 tis. Kč. Zatím co v roce 2011 probíhala výrobní koncentrace a počet podniků v potravinářském průmyslu se

meziročně snížil, ve sledovaném období roku 2012 došlo meziročně k výraznému nárůstu počtu podnikatelských subjektů o 49 podniků tj. o 25 %.

Tab. č. 4.32 Dílčí vlivy na ukazatel EVA – Equity v odvětví (v tis. Kč)

Rok	2008/2009	vliv	2009/2010	vliv	2010/2011	vliv	2011/2012	vliv
<b>EVA</b>	1 013 356	-	-1 192 321	-	-4 409 939	-	5 932 949	-
<b>VK</b>	5 640	5.	-68 349	8.	-3 209 449	7.	1 864 698	2.
<b>EAT/EBIT</b>	605 902	3.	454 922	1.	151 120	5.	-369 832	7.
<b>EBIT/A</b>	1 049 081	2.	-1 637 211	9.	3 564 344	1.	-2 512 717	8.
<b>A/VK</b>	-466 321	7.	5 946	4.	-5 342 556	8.	5 364 110	1.
<b>R<sub>F</sub></b>	-261 462	6.	14 677	3.	254 868	4.	864 148	4.
<b>R<sub>PODNIK.</sub></b>	-598 505	8.	-272	6.	771 187	2.	-340 510	6.
<b>R<sub>FIN.STAB.</sub></b>	-2 434 989	9.	-18 171	7.	-1 063 435	6.	965 028	3.
<b>R<sub>LA</sub></b>	554 089	4.	1 300	5.	463 981	3.	98 024	5.
<b>R<sub>FINSTR.</sub></b>	2 559 921	1.	54 836	2.	0	-	0	-
<b>SUMA</b>	1 013 356	-	-1 192 321	-	-4 409 939	-	5 932 949	-

Zdroj: vlastní zpracování

ČR patřila v roce 2012 k zemím EU s vyšším růstem produkce mléka. Celková výroba mléka vzrostla o 2,9 % na 2 740,7 mil. litrů jako důsledek výrazného zvýšení průměrné mléčné užitkovosti. Zvýšilo se také množství mléka dodaného do tuzemských mlékáren, avšak vývoz syrového mléka ke zpracování v zahraničí vzrostl více. Celková bilance zahraničního obchodu s mlékem a mléčnými výrobky za rok 2012 je pozitivní s 638 tis. tun a 4 162 mil. Kč. Konkurenční prostředí je pro zpracovatele mléka v ČR vysoce náročné. Na jedné straně chybí dlouhodobější smluvní vztahy s prvovýrobou a trvá cenová volatilita na nákupním trhu a tím do určité míry v celé vertikále. Problémem je, že z ČR odchází zhruba 1/5 (19,5 %) mléčné suroviny z výroby, resp. 20,3 % z tržní produkce mléka a na druhé straně podíl dovozu mléčných výrobků je vysoký, přesto, že mlékárny v ČR dovedou tyto výrobky vyrobit v odpovídající kvalitě, a tedy nejde jen o obohacení trhu o zahraniční speciality. V tomto případě sehrávají z hlediska mlékárenského průmyslu negativní roli nadnárodní obchodní řetězce, které často preferují zahraniční dodavatele, u nichž vyhledávají produkci v nízkých cenových hladinách a otázku kvality produkce a v některých případech i zdravotní nezávadnost podceňují. Z hlediska spotřebitele je pozitivní, že ten má možnost orientace i na regionální speciality, o jejichž původu je lépe informován, než v řetězcích. Za pozitivní lze považovat i to, že podnikatelská báze zpracovatelů mléka zahrnuje jak domácí, tak i

zahraniční subjekty s lepší šancí uplatnit se na zahraničních trzích. Zlepšuje se ekonomika potravinářského průmyslu. Některé mlékárenské podniky aktivně využívají systém podpor, přispívají k rozvoji spolupráce s vědecko-výzkumnou základnou a tím k transferu výsledků této základny do praxe, což vyúsťuje do rozvoje inovačního potenciálu oboru. Spotřebitelské ceny mléčných výrobků se v roce 2012 zvýšily, ale tempo růstu cen, zejména cen sýrů, bylo podstatně nižší. V roce 2012 meziročně zvýšila také spotřeba čerstvých mléčných výrobků sýrů. Objem poskytnutých podpor v roce 2012 ve výši 950 mil. Kč je v porovnání s rokem 2011 v objemu 925 mil. Kč vyšší o 25 mil. Kč. Meziroční zvýšení podpor je čerpáno zejména v rámci Dotačního programu 13, což je v kontextu s přijatými záměry a opatřeními k podpoře přidávání hodnoty zemědělským a potravinářským produktům. Tato opatření by měla vést ke zvýšení konkurenceschopnosti potravinářského průmyslu.

Z Centrální evidence projektů vyplývá, že v oblasti vědy a výzkumu v podoboru Potravinářství byly v roce 2012 přijaty 3 projekty se státní podporou ve výši 7 213,2 tis. Kč.<sup>6</sup>

#### **4.4 Analýza výkonnosti společnosti pomocí ukazatele CFROI**

V této kapitole je zhodnocena finanční výkonnost pomocí ukazatele rentability investic stanovené na podkladě peněžních toků (CFROI). Aby to však bylo možné, je nezbytné provést výpočty hlavních komponent CFROI (tj. předpokládaná doba využití odepisovaných dlouhodobých aktiv, brutto investiční báze a brutto cash flow), které jsou podrobně vysvětleny v kapitole 2.4.

**Předpokládaná doba využití odepisovaných dlouhodobých aktiv** se vypočítá z poměru hodnoty odepisovaných dlouhodobých aktiv v pořizovacích cenách a ročních odpisů (viz Tab. č. 4.32). Předtím však musí být od dlouhodobého brutto majetku odečtena hodnota pozemků a nedokončeného dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku.

---

<sup>6</sup> Zdroj: <http://www.mpo.cz/dokument144063.html>

Tab. č. 4.32 Očekávaná doba životnosti aktiv (v tis. Kč)

Rok	2008	2009	2010	2011	2012
<b>DHM a DNM (brutto)</b>	952 720	900 817	890 725	957 077	942 972
<b>(-) pozemky</b>	72 230	87 886	76 045	82 042	80 820
<b>(-) nedokončený DHM a DNM</b>	13 517	25 918	15 784	109 834	23 112
<b>Odepisovaná dlouhodobá aktiva</b>	866 973	787 013	798 896	765 201	839 040
<b>Roční lineární odpisy</b>	75 314	73 736	64 794	74 985	78 359
<b>Životnost (v letech)</b>	12	11	12	10	11

Zdroj: vlastní zpracování

**Brutto investiční báze** zahrnuje investiční výdaje společnosti, konkrétně odepisovaná aktiva a neodepisovaná aktiva. Mezi odepisovaná aktiva společnosti MADETA, a. s. patří dlouhodobý hmotný a dlouhodobý nehmotný majetek v brutto hodnotě, dále také nedokončený dlouhodobý majetek a hodnota operativního a finančního leasingu. Hodnota dlouhodobého majetku by měla být dle Mařík a Maříková (2005) přepočítána pomocí deflátoru HDP, jelikož je ukazatel postaven na reálných cenách. Vzhledem k nedostupnosti informací o struktuře majetku společnost není přepočet odepisovaných aktiv proveden.

Neodepisovaná aktiva společnosti MADETA, a. s. zahrnují tzv. monetární aktiva (tj. oběžný majetek bez zásob, dlouhodobý finanční majetek a přechodná aktiva). Čistá monetární aktiva společnosti jsou vypočtena tak, že od monetárních aktiv odečteme neúročené závazky. Neúročené závazky byly stanoveny v rámci vyčíslení operačních aktiv (NOA) pro výpočet EVA – Entity (Tab. č. 4.7). Po sečtení čistých monetárních aktiv s hodnotou pozemků a zásob dostaneme výslednou hodnotu neodepisovaného majetku. Jelikož není známa struktura pozemků v čase, není zde opět provedena úprava. Počítáme tedy s hodnotami pozemků uvedenými v rozvaze společnosti v letech 2008 až 2012.

Veškeré výpočty týkající se výsledné hodnoty brutto investiční báze jsou uvedeny v Tab. č. 4.33.

Tab. č. 4.33 Výpočet Brutto investiční báze (v tis. Kč)

Rok	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Odepisovaná aktiva</b>	866973	787013	798896	765201	839040
<b>(+) nedokončený DHM a DNM</b>	13517	25918	15784	109834	23112
<b>(+) leasing</b>	18470	9080	13828	14232	14125
<b>Odepisovaná aktiva celkem</b>	898 960	822 011	828 508	889 267	876 277
<b>Monetární aktiva celkem</b>	596141	692380	607321	559143	609990
<b>Neúročené závazky celkem</b>	844843	600602	553765	543343	538487
<b>Čistá monetární aktiva</b>	-248702	91778	53556	15800	71503
<b>(+) Zásoby</b>	432150	247790	275287	296319	260631
<b>Čistý pracovní kapitál</b>	183448	339568	328843	312119	332134
<b>(+) Pozemky</b>	72230	87886	76045	82042	80820
<b>Neodepisovaný majetek</b>	255 678	427 454	404 888	394 161	412 954
<b>Brutto investiční báze</b>	1 154 638	1 249 465	1 233 396	1 283 428	1 289 231

Zdroj: vlastní zpracování

Posledním prvkem, který je potřebný pro výpočet CFROI, je **Brutto cash flow**. V zásadě lze říci, že brutto cash flow odpovídá součtu veličiny NOPAT z modelu EVA - Entity a odpisů dlouhodobého majetku a leasingu. Výsledné hodnoty Brutto cash flow v letech 2008 až 2012 společnosti MADETA, a. s. jsou uvedeny v Tab. č. 4.34.

Tab. č. 4.34 Výpočet Brutto cash flow (v tis. Kč)

Rok	2008	2009	2010	2011	2012
<b>NOPAT</b>	180 048	418 359	397 853	286 301	394 260
<b>Odpisy - DHM a DNM</b>	75 314	73 736	64 757	74 985	78 359
<b>Odpisy - leasing</b>	18 470	9 080	13 828	14 232	14 125
<b>Brutto cash flow</b>	273 832	501 175	476 438	375 518	486 744

Zdroj: vlastní zpracování

Výsledné hodnoty CFROI, které byly vypočítány podle vzorce (2.32), jsou uvedeny v Tab. č. 4.35. Jak lze vyčíst z této tabulky, nejnižší hodnota ukazatele CFROI společnosti MADETA, a. s. byla vyčíslena v hospodářském roce 2008, a to zejména z důvodu nízkého neodepisovaného majetku, který byl negativně ovlivněn čistými monetárními aktivy. Naopak nejvyšší hodnoty ukazatele CFROI společnosti MADETA, a. s. bylo dosaženo v roce následujícím. V tomto roce lze sledovat nejvyšší přidanou hodnotu díky navýšení brutto cash flow o bezmála dvojnásobek, především díky navýšení operačního výsledku hospodaření (NOPAT) na 418 359 tis. Kč. V roce 2010 je hodnota ukazatele CFROI nepatrně nižší. V roce

následujícím se hodnota CFROI výrazně snížila. Tento pokles byl především zapříčiněn poklesem výsledku hospodaření o 111 551 tis. Kč. Pokles CFROI byl ovlivněn také poklesem neodepisovaného majetku, především snížením hodnoty čistých monetárních aktiv. V posledním analyzovaném roce došlo k výraznému navýšení ukazatele CFROI, až o 10 %, avšak jeho hodnota stále nedosahuje hodnot z hospodářského roku 2009. Příčinou navýšení tohoto ukazatele je především z důvodu nárůstu výsledku hospodaření za běžnou činnost o cca 30 mil. Kč a poklesu nákladů na nedokončené investice (o 86 722 tis. Kč oproti předešlému kalendářnímu roku), které ovlivňují výslednou hodnotu NOPAT.

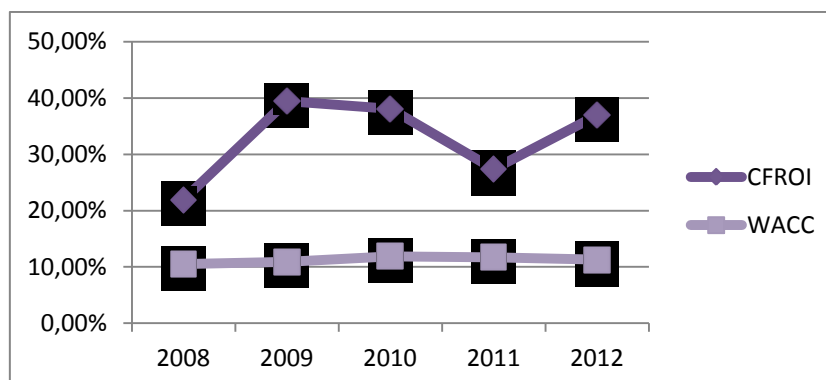
Tab. č. 4.35 Výsledné hodnoty CFROI

Rok	2008	2009	2010	2011	2012
<b>CFROI</b>	21,98%	39,42%	38,08%	27,41%	36,94%

Zdroj: vlastní zpracování

Takto stanovené CFROI se porovnává s váženými náklady na kapitál (WACC), která zahrnují všechna rizika u požadované výnosnosti vlastního kapitálu. V případě kladného rozdílu mezi CFROI a WACC narůstá hodnota pro vlastníky, resp. akcionáře. V opačném případě dochází k znehodnocování vloženého majetku akcionářů.

Graf č. 4.4 Srovnání CFROI a WACC



Zdroj: vlastní zpracování

V grafu č. 4.4 lze vidět vývoj těchto dvou veličin. V letech 2008 až 2012 společnost MADETA, a. s. dosáhla pozitivního spreadu. Společnost tedy ve všech analyzovaných letech zhodnocuje vložený majetek a efektivně využívá majetek společnosti.

#### 4.5 Shrnutí finanční výkonnosti

V této kapitole bude shrnuta finanční výkonnost společnosti MADETA, a. s. v letech 2008 – 2012. Toto hodnocení bylo provedeno na základě finančních výkazů a výročních zpráv společnosti. Data žádoucí pro srovnání společnosti s odvětvím byla získána z internetových stránek Ministerstva průmyslu a obchodu.

Nejdříve bylo provedeno srovnání společnosti MADETA, a. s. s potravinářským odvětvím na základě ukazatelů rentability aktiv (ROA), rentability vlastního kapitálu (ROE) a rentability dlouhodobě investovaného kapitálu (ROCE). Oblast rentability byla vyhodnocena jako velmi slabá, všechny ukazatele dosahovaly nízkých hodnot ve společnosti, tak i v příslušném odvětví. Ze srovnání společnosti MADETA, a.s. s potravinářským průmyslem se rentabilita společnosti vyvíjela vždy pod úrovní rentability daného odvětví.

Následně byla zhodnocena finanční výkonnost společnosti MADETA, a. s. pomocí ekonomické přidané hodnoty na bázi provozního zisku (EVA – Entity) a ekonomické přidané hodnoty na bázi zúženého pojetí hodnotového rozpětí (EVA – Equity). Ekonomická přidaná hodnota se ve sledovaném období pohybovala v záporných číslech, s výjimkou roku 2009 při výpočtu EVA - Entity. Společnost tedy, v převážné míře, snižovala hodnotu vlastníků. Z hlediska EVA – Equity byla tato skutečnost nejvíce ovlivněna nízkou rentabilitou vlastního kapitálu a vysokými náklady na vlastní kapitál. Z hlediska EVA – Entity pak nízkou hodnotou čistého provozního zisku. Výsledné hodnoty jsou zaznamenány v Tab. č. 4.36.

Tab. č. 4.36 Výsledné hodnoty EVA – Entity a EVA – Equity (v tis. Kč)

Rok	2008	2009	2010	2011	2012
<b>EVA - Entity</b>	-139 668	31 494	-22 696	-101 567	-20 881
<b>EVA - Equity</b>	-81 363	-110 712	-107 584	-144 962	-111 168

Zdroj: vlastní zpracování

K celkovému posouzení finanční výkonnosti bylo vhodné posoudit dílčí vlivy ukazatele EVA – Equity pomocí pyramidového rozkladu funkcionální metodou. Tento rozklad byl rozložen do osmi stupňů rozkladu. Tři největší kladné vlivy a tři nejvíce záporné vlivy jsou uvedeny v Tab. č. 4.37.



Tab. č. 4.37 Dílčí vlivy EVA – Equityv letech 2008 – 2012 (v tis. Kč)

Vliv	Ukaz.	2008/2009	Ukaz.	2009/2010	Ukaz.	2010/2011	Ukaz.	2011/2012
-	EVA	-29 349	EVA	3 128	EVA	-37 377	EVA	33 794
1.	N mat. a energie / V	42 006	N ostat. provoz. / V	66 055	N na prod. zboží / V	45 232	N služby / V	123 704
2.	EBT/EBIT	10 536	Finanč. N / V	50 228	N služby / V	17 518	R <sub>FINSTR.</sub>	50 301
3.	N služby / V	9 982	R <sub>FINSTR.</sub>	6 922	Finanč. N / V	8 747	N ostat. provoz. / V	36 248
1.	N ostat. provoz. / V	-29 328	N mat. a energie / V	-70 309	N mat. a energie / V	-103 802	N mat. a energie / V	-186 311
2.	VK	-20 980	VK	-17 164	VK	-12 043	N na prod. zboží / V	-47 347
3.	Finanč. N / V	-13 453	N služby / V	-14 934	Odpisy / V	-4 527	VK	-14 572

Zdroj: vlastní zpracování

Dále bylo provedeno srovnání pyramidového rozkladu EVA – Equity společnosti s potravinářským průmyslem. Jelikož bylo omezené množství dostupných dat za odvětví, bylo toto srovnání provedeno pouze ve třech úrovních rozkladu. Na základě tohoto srovnání lze konstatovat, že ekonomická přidaná hodnota podniku má zcela odlišný vývoj než u odvětví. V porovnání se společností MADETA, a. s. byly v odvětví zaznamenány mnohem větší meziroční výkyvy, především v roce 2011. Tento meziroční propad v odvětví byl způsoben poklesem tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb, výrazným meziročním poklesem hodnoty vlastního kapitálu. Mezi další faktory, ovlivňující propad ukazatele EVA v tomto roce, patřily výdaje na výzkum a vývoj, zahraniční výdaje.

Finanční výkonnost společnosti byla také zhodnocena dle ekonomického ukazatele CF z investic (CFROI). Při hodnocení finanční výkonnosti dle metody CFROI musí být hodnoty tohoto ukazatele větší než průměrné náklady na kapitál (WACC). Tato podmínka byla ve všech letech splněna (viz Tab. č. 4.38), tzn., že dle ukazatele CFROI společnost vytváří hodnotu pro vlastníky.

Tab. č. 4.38 Výsledné hodnoty CFROI a WACC

Rok	2008	2009	2010	2011	2012
<b>CFROI</b>	21,98%	39,42%	38,08%	27,41%	36,94%
<b>WACC</b>	10,51%	10,93%	11,88%	11,71%	11,28%

Zdroj: vlastní zpracování

Na základě dosažených výsledků dílčích hodnocených oblastí je patrné, že nejslabší stránkou podnikové výkonnosti je ekonomická přidaná hodnota, která je v převážné míře

záporná. Podnik tak není dostatečně výkonný a nevytváří hodnotu pro vlastníky. I přesto, že společnost MADETA, a. s. ve srovnání s odvětvím dosáhla lepších hodnot, by se měla snažit o dosažení kladné hodnoty EVA. Toho je možno docílit zvýšením rentability ROE a snížením nákladů na VK.

## 5. Závěr

Cílem diplomové práce bylo posouzení finanční výkonnosti potravinářské společnosti MADETA, a. s. v letech 2008 – 2012.

Diplomová práce byla rozdělena do pěti kapitol, včetně úvodu a závěru. Druhá kapitola byla věnována charakteristice a popisu metod finanční výkonnosti. Pozornost byla zaměřena na popis pojmů souvisejících s finanční výkonností a jejím hodnocením. V kapitole byly objasněny účetní, ekonomické a tržní ukazatele. Rovněž byly popsány postupy výpočtu ekonomické přidané hodnoty a ukazatel CF z investic.

Třetí kapitola byla zaměřena na finančně – ekonomickou charakteristiku společnosti MADETA, a. s. Aby bylo zřetelné, jak se dané společnosti daří ve srovnání s konkurenčními podniky v potravinářském průmyslu, byla společnost srovnána s odvětvím na základě poměrových ukazatelů v oblasti rentability.

Stěžejní část práce byla věnována výpočtům a následnému zhodnocení finanční výkonnosti společnosti MADETA, a. s. na základě ekonomické přidané hodnoty na bázi provozního zisku (EVA – Entity) a ekonomické přidané hodnoty na bázi zúženého hodnotového rozpětí (EVA – Equity). Následně byl ukazatel EVA – Equity rozložen na prvočinitele pomocí pyramidového rozkladu funkcionální metodou. Poté byly porovnány dílčí vlivy, působící na EVA – Equity společnosti a v odvětví. Finanční výkonnost společnosti MADETA, a. s. byla hodnocena také na základě výpočtu ukazatele CFROI.

Z výsledků ukazatele EVA – Entity a EVA – Equity vyplývá, že společnost MADETA, a. s. ve většině nevytváří přidanou hodnotu pro své vlastníky. Nejúspěšnějším byl z hlediska výsledků ukazatele EVA – Entity a CFROI rok 2009, kdy společnost dosahovala kladné ekonomické přidané hodnoty. Je však nutné podotknout, že při výpočtech těchto dvou ukazatelů bylo nutné použít řadu zjednodušujících předpokladů. Předpokládalo se, že účetní odpisy jsou rovny odpisům daňovým. Jelikož nebyly dostupné informace společnosti ohledně doby použitelnosti a struktury majetku, nebyly tyto skutečnosti ve výpočtu zohledněny.

Na základě dosažených výsledků lze zhodnotit finanční výkonnost společnosti MADETA, a. s. jako problematickou. K tvorbě ekonomické přidané hodnoty by mohlo vést snížení osobních nákladů a nákladů na spotřebu materiálu a energie, které by kladně ovlivnily růst výsledku hospodaření.

## Seznam použité literatury

### Knihy

DLUHOŠOVÁ, Dana a kol. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 3. upr. vyd. Praha: Ekopress, 2010, 225 s. ISBN 978-80-86929-68-2.

KISLINGEROVÁ, Eva. *Manažerské finance*. 2. přeprac. a rozš. vyd. Praha: C. H. Beck, 2007, 745 s. ISBN 978-80-7179-903-0.

MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku*. 3. upr. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.

MAŘÍK, Miloš a Pavla MAŘÍKOVÁ. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2005. 164 s. ISBN 80-86119-61-0.

ŠULÁK, Milan a Emil VACÍK. *Měření výkonnosti firem*. 1. vyd. Praha: Eupress, 2004. 90 s. ISBN 80-86754-33-2.

### Internetové zdroje

DAMODARAN. *Damodaran online*[online]. Damodaran [14. 11. 2013]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

EAGRI. *Panorama potravinářského průmyslu*[online]. Eagri [14. 03. 2014]. Dostupné z: <http://eagri.cz/public/web/mze/potraviny/publikace-a-dokumenty/panorama-potravinarskeho-prumyslu/>

JUSTICE. *Výroční zprávy společnosti MADETA, a. s.*[online]. Justice [14. 11. 2013]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl?subjektId=isor%3a118016&klic=lxvb02>

MADETA. *Historie a současnost*[online]. Madeta [20. 3. 2014]. Dostupné z: <http://www.madeta.cz/cz/o-nas/historie-a-soucasnost>

MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. *Finanční analýzy podnikové sféry průmyslu a stavebnictví* [online]. MPO [10. 02. 2014]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/cz/ministr-a-ministerstvo/analyticke-materialy/#category238>

## Seznam zkratek

a. s.	akciová společnost
CFROI	cash flow z investice
č.	číslo
ČR	Česká Republika
DHM	dlouhodobý hmotný majetek
DNM	dlouhodobý nehmotný majetek
EAT	čistý zisk
EBIT	zisk před zdaněním a úroky
EBT	zisk před zdaněním
EVA	ekonomická přidaná hodnota
Kč	korun českých
N	náklady
NOA	operační aktiva
NOPAT	čistý provozní zisk po zdanění
OKEČ	odvětvová klasifikace ekonomických činností
RD	náklady na cizí kapitál
RE	náklady na vlastní kapitál
ROA	rentabilita aktiv
ROCE	rentabilita dlouhodobých zdrojů
ROE	rentabilita vlastního kapitálu
$R_F$	bezriziková výnosnost
$R_{FIN.STAB.}$	riziková přírážka finanční stability
$R_{FINSTR.}$	riziková přírážka za zadluženost
$R_{LA}$	riziková přírážka charakterizující velikost podniku
$R_{PODNIK.}$	Riziková přírážka charakterizující produkční sílu
t	sazba daně z příjmů
tis.	tisíc
tzn.	to znamená
V	výnosy
VH	výsledek hospodaření
VK	vlastní kapitál
WACC	náklady na celkový kapitál

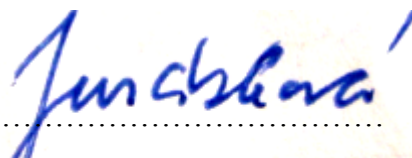
## Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byl(a) seznámen(a) s tím, že na mou diplomovou (bakalářskou) práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou (bakalářskou) práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová (bakalářská) práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové (bakalářské) práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové (bakalářské) práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou (bakalářskou) práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne .....

24. 4. 2014

  
.....  
jméno a příjmení studenta

## **Seznam příloh**

- Příloha 1 Rozvaha společnosti MADETA, a. s. v letech 2008 – 2012
- Příloha 2 Výkaz zisku a ztrát společnosti MADETA, a. s. v letech 2008 – 2012
- Příloha 3 Vstupní údaje pyramidového rozkladu EVA – Equity v letech 2008 - 2012
- Příloha 4 Pyramidový rozklad ukazatele EVA – Equity v letech 2008 – 2012
- Příloha 5 Pyramidový rozklad EVA – Equity odvětví v letech 2008 – 2012

Příloha 1 - Rozvaha společnosti MADETA, a. s. v letech 2008 – 2012

Označení	Aktiva	Číslo řádku	Rok				
			2008	2009	2010	2011	2012
	<b>AKTIVA CELKEM</b>	1	2176905	2029206	1979692	2030612	2033832
B.	Dlouhodobý majetek	3	1148614	1089036	1097084	1175150	1163211
B.I.	<b>Dlouhodobý nehmotný majetek</b>	4	<b>7687</b>	<b>9378</b>	<b>17155</b>	<b>13113</b>	<b>7282</b>
3.	Software	7	1244	391	11805	13113	7149
4.	Ocenitelná práva	8	222	111	0	0	133
7.	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	11	6221	8876	5350	0	0
B.II.	<b>Dlouhodobý hmotný majetek</b>	13	<b>945033</b>	<b>891439</b>	<b>873570</b>	<b>943964</b>	<b>935690</b>
B.II.1.	Pozemky	14	72230	87886	76045	82042	80820
2.	Stavby	15	529783	455309	436808	417192	453564
3.	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	16	304825	263157	302937	266243	314049
6.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	19	592	592	592	592	592
7.	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	20	7296	17042	10434	109834	23112
8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	21	30307	67453	46754	68061	63553
B.III.	<b>Dlouhodobý finanční majetek</b>	23	<b>195894</b>	<b>188219</b>	<b>206359</b>	<b>218073</b>	<b>220239</b>
B.III.1.	Podíly v ovládaných a řízených osobách	24	175879	173059	191199	206913	220079
3.	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	26		130	130	130	130
4.	Půjčky a úvěry - ovládané a řízené	27	20000	15000	15000	11000	0
5.	Jiný dlouhodobý finanční majetek	28	15	30	30	30	30
C.	<b>Oběžná aktiva</b>	31	<b>1008220</b>	<b>910402</b>	<b>868501</b>	<b>843880</b>	<b>862905</b>
C.I.	<b>Zásoby</b>	32	<b>432150</b>	<b>247790</b>	<b>275287</b>	<b>296319</b>	<b>260631</b>
C.I.1.	Materiál	33	88363	77906	74216	80370	85470
2.	Nedokončená výroba a polotovary	34	123785	58495	77683	71306	84208
3.	Výrobky	35	204492	99270	113271	127424	77053
5.	Zboží	37	15508	12009	10114	17219	13900
6.	Poskytnuté zálohy na zásoby	38	2	110	3	0	0
C.II.	<b>Dlouhodobé pohledávky</b>	39	<b>906</b>	<b>264</b>	<b>342</b>	<b>602</b>	<b>616</b>
5.	Dlouhodobé poskytnuté zálohy	44	56	264	342	602	616
7.	Jiné pohledávky	46	850	0	0	0	0
8.	Odložená daňová pohledávka	47	0	0	0	0	0
C.III.	<b>Krátkodobé pohledávky</b>	48	<b>521450</b>	<b>523102</b>	<b>528133</b>	<b>469073</b>	<b>508843</b>
C.III.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	49	467338	484803	432048	419596	479561
2.	Pohledávky - ovládaní a řízení	50	9282	0	69815	0	0
6.	Stát - daňové pohledávky	54	40682	22233	3938	27312	10747
7.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	55	3330	4194	0	5962	5478
8.	Dohadné účty aktivní	56	715	9518	20704	14635	12567
9.	Jiné pohledávky	57	103	2354	1628	1568	490
C.IV.	<b>Krátkodobý finanční majetek</b>	58	<b>53714</b>	<b>139246</b>	<b>64739</b>	<b>77886</b>	<b>92815</b>
C.IV. 1.	Peníze	59	543	5161	836	2311	3203
2.	Účty v bankách	60	53171	134085	63903	75575	89612
D.I.	<b>Časové rozlišení</b>	63	<b>20071</b>	<b>29768</b>	<b>14107</b>	<b>11582</b>	<b>7716</b>
D.I. 1.	Náklady příštích období	64	16711	15641	12763	11389	7171
3.	Příjmy příštích období	66	3360	14127	1344	193	545



Označení	Pasiva	Číslo řádku	Rok				
			2008	2009	2010	2011	2012
	<b>PASIVA CELKEM</b>	67	2176905	2029206	1979692	2030612	2033832
<b>A.</b>	<b>Vlastní kapitál</b>	68	412231	513874	600891	661376	740282
<b>A.I.</b>	<b>základní kapitál</b>	69	2000	302000	302000	302000	302000
A.I.1.	základní kapitál	70	2000	302000	302000	302000	302000
<b>A.II.</b>	<b>Kapitálové fondy</b>	73	81809	132367	150507	166221	179387
2.	Ostatní kapitálové fondy	75	0	15	15	15	15
3.	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a záv.	76	81809	132352	150492	166206	179372
<b>A.III.</b>	<b>rezerv.fondy.neděln.fond a ost.fondy ze zisku</b>	78	7466	32816	35060	38478	40694
A.III.1.	zákonný rezervní fond/Nedělitelný fond	79	400	25800	28091	31538	33778
2.	Statutární a ostatní fondy	80	7066	7016	6969	6940	6916
<b>A.IV.</b>	<b>Výsledek hospodaření minulých let</b>	81	278579	862	44400	109877	152437
A.IV.1.	Nerozdělený zisk minulých let	82	278579	862	44400	109877	152437
<b>A.V.</b>	<b>Výsledek hospodaření běžn.účetn.období /+ -/</b>	84	42377	45829	68924	44800	65764
<b>B.</b>	<b>Cizí zdroje</b>	85	1757493	1508591	1369016	1336668	1208982
<b>B.I.</b>	<b>Rezervy</b>	86	73340	253000	234000	221000	198000
B.I.1.	Rezervy podle zvláštních právních předpisů	87	0	0	0	0	0
4.	Ostatní rezervy	90	73340	253000	234000	221000	198000
<b>B.II.</b>	<b>Dlouhodobé závazky</b>	91	22568	6967	50828	51627	37738
5.	Dlouhodobé přijaté zálohy	96	0	0	25060	23220	12701
9.	Jiné závazky	100	15487	0	0	0	0
10.	Odložený daňový závazek	101	7081	6967	25768	28407	25037
<b>B.III.</b>	<b>Krátkodobé závazky</b>	102	896504	608624	558509	561029	554584
B.III.1.	Závazky z obchodních vztahů	103	810985	543993	514651	504371	486788
4.	Závazky ke společ. čl.druž. a k účast.sdružení	106	4204	4204	0	0	0
5.	Závazky k zaměstnancům	107	20960	23820	23617	23412	22011
6.	Závazky ze sociál.zabzp.azdravot.pojištění	108	10861	12389	13276	13033	12263
7.	Stát - daňové závazky a dotace	109	2037	20400	2221	2527	17425
8.	Krátkodobé přijaté zálohy	110	1983	1335	1652	12992	6882
10.	Dohadné účty pasivní	112	5989	1113	2265	3356	3750
11.	Jiné závazky	113	39485	1370	827	1338	5465
<b>B.IV.</b>	<b>Bankovní úvěry a výpomoci</b>	114	765081	640000	525679	503012	418660
B.IV.1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	115	166200	320000	229012	6667	188660
2.	Krátkodobé bankovní úvěry	116	598881	320000	296667	496345	230000
<b>C.I.</b>	<b>Časové rozlišení</b>	118	7181	6741	9785	32568	84568
C.I.1.	Výdaje příštích období	119	7181	5646	9785	32568	84568
2.	Výnosy příštích období	120	0	1095	0	0	0

Příloha 2 - Výkaz zisku a ztrát společnosti MADETA, a. s. v letech 2008 – 2012

Označení	TEXT	Číslo řádku	Rok				
			2008	2009	2010	2011	2012
I.	Tržby za prodej zboží	1	910149	621412	554633	469709	442687
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	2	771846	525081	479093	403165	388726
*	Obchodní marže	3	138303	96331	75540	66544	53961
II.	Výkony	4	5829703	4506103	4360116	4600247	4621393
II.1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	5	5806078	4676606	4326923	4592467	4658854
II.2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	6	23591	-170512	33188	7777	-37461
II.3.	Aktivace	7	34	9	5	3	0
B.	Výkonová spotřeba	8	5486062	3778599	3823137	4076910	4051401
B.1.	Spotřeba materiálu a energie	9	4692641	3267838	3287820	3562955	3502559
B.2.	Služby	10	793421	510761	535317	513955	548842
*	Přidaná hodnota	11	481944	823835	612519	589881	623953
C.	Osobní náklady	12	406088	490060	491416	487170	483805
C.1.	Mzdové náklady	13	296321	367760	362115	356639	352416
C.2.	Odměny členům orgánů společnosti a družstva	14	1850	0	0	0	0
C.3.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	15	101298	115232	120933	119016	115874
C.4.	Sociální náklady	16	6619	7068	8368	11515	15515
D.	Daně a poplatky	17	2997	4618	6429	3782	5289
E.	Odpisy dlouhodobého nehmot.a hmotného majetku	18	75314	73736	64794	74985	78359
III.	Tržby z prodeje dlouhod.majetku a materiálu	19	9417	7178	50335	20021	31306
III.1.	Tržby z prodeje dlouhod.majetku	20	3708	3400	46993	14863	24539
III.2.	Tržby z prodeje materiálu	21	5709	3778	3342	5158	6767
F.	Zůst.cena prodaného dlouhod.majetku a materiálu	22	2262	1983	25950	5379	18944
F.1.	Zůst.cena prodaného dlouhod.majetku	23	544	569	25065	3258	16951
F.2.	Prodaný materiál	24	1718	1414	885	2121	1993
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	25	-85582	133453	-29305	-12478	-44048
IV.	Ostatní provozní výnosy	26	27385	433250	43284	34439	26246
H.	Ostatní provozní náklady	27	14374	437180	29898	20078	30537
*	Provozní výsledek hospodaření	30	103293	123233	116956	65429	108619
VII.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	33	9282	1247	0	8	8
VII.1.	Výnosy z podílů v ovládaných a řízených osobách a v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	34	9282	1247	0	8	8
K.	Náklady z finančního majetku	38	0	0	0	0	0
IX.	Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	39	0	0	0	0	0
L.	Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	40	23280	0	0	0	0
M.	Změna stavu rezerv a opr. položek ve finanční oblasti	41	-10540	0	0	0	0
X.	Výnosové úroky	42	2394	705	971	875	444
N.	Nákladové úroky	43	42893	26173	25715	16641	20148
XI.	Ostatní finanční výnosy	44	54059	83185	17542	17181	11085
O.	Ostatní finanční náklady	45	57064	115663	21043	16143	19567
*	Finanční výsledek hospodaření	48	-46962	-56699	-28245	-14720	-28178
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	49	13954	20705	19787	5905	14677
Q.1.	splatná	50	83	20705	986	3266	18048
Q.2.	odložená	51	13871	-	18801	2639	-3371
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	52	42377	45829	68924	44804	65764
***	Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	60	42377	45829	68924	44804	65764
****	Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)	61	56331	66534	88711	50709	80441

Příloha 3 - Vstupní údaje pyramidového rozkladu EVA – Equity v letech 2008 - 2012

Ukazatel	Hodnoty ukazatelů v jednotlivých letech				
	2008	2009	2010	2011	2012
EVA - Equity (v tis. Kč)	-81 363	-110 712	-107 584	-144 962	-111 168
VK (v tis. Kč)	412 231	513 874	600 891	661 376	740 282
ROE - $R_E$	-0,1974	-0,2154	-0,1790	-0,2192	-0,1502
ROE	0,1028	0,0892	0,1147	0,0677	0,0888
$R_E$	0,3002	0,3046	0,2937	0,2869	0,2390
EAT/EBIT	0,4271	0,4943	0,6023	0,6652	0,6538
EBIT/A	0,0456	0,0457	0,0578	0,0332	0,0495
A/VK	5,2808	3,9488	3,2946	3,0703	2,7474
$R_f$	0,0455	0,0467	0,0371	0,0351	0,0231
$R_{podnikatelské}$	0,0349	0,0377	0,0378	0,0318	0,0365
$R_{finstab}$	0,1000	0,1000	0,0979	0,1000	0,0871
$R_{LA}$	0,0198	0,0203	0,0209	0,0200	0,0202
$R_{finstr}$	0,1000	0,1000	0,1000	0,1000	0,0721
EAT/EBT	0,7523	0,6888	0,7769	0,8836	0,8175
EBT/EBIT	0,5677	0,7177	0,7753	0,7529	0,7997
EBIT/V	0,0145	0,0164	0,0228	0,0131	0,0196
V/A	3,1432	2,7859	2,5392	2,5325	2,5239
VK/VK	1	1	1	1	1
ost. P/VK	0,0174	0,0131	0,0163	0,0492	0,1142
CZ/VK	4,2634	2,9357	2,2783	2,0210	1,6331
A/V	0,3181	0,3590	0,3938	0,3949	0,3962
Rezervy/VK	0,1779	0,4923	0,3894	0,3342	0,2675
Závazky/VK	2,2295	1,1979	1,0141	0,9263	0,8001
Bank. Úvěry/VK	1,8560	1,2454	0,8748	0,7606	0,5655
N/V	0,9855	0,9836	0,9772	0,9869	0,9804
Pohled. za UZK/V	0	0	0	0	0
DA/V	0,1679	0,1926	0,2182	0,2285	0,2266
OA/V	0,1473	0,1610	0,1728	0,1641	0,1681
Ost. A/V	0,0029	0,0053	0,0028	0,0023	0,0015
Provozní N/V	0,9753	0,9631	0,9731	0,9838	0,9766
Finanční N/V	0,0165	0,0251	0,0093	0,0064	0,0077
Mimořádné N/V	0	0	0	0	0
Krátk. pohledávky/V	0,0762	0,0925	0,1051	0,0912	0,0991
Dlouh.pohledávky/V	0,0001	0,0000	0,0001	0,0001	0,0001
Zásoby/V	0,0632	0,0438	0,0548	0,0576	0,0508
Finanční majetek/V	0,0365	0,0579	0,0539	0,0576	0,0610
Ná na prodané zboží/V	0,1128	0,0929	0,0953	0,0784	0,0757
Spotř.mat. a ener./V	0,6858	0,5781	0,6540	0,6928	0,6823
Služby/V	0,1160	0,0904	0,1065	0,0999	0,1069
Osobní Ná/V	0,0593	0,0867	0,0978	0,0947	0,0943
Odpisy/V	0,0110	0,0130	0,0129	0,0146	0,0153
Jiné provoz.Ná/V	0,0021	0,0773	0,0059	0,0039	0,0059
Materiál/V	0,0003	0,0003	0,0002	0,0004	0,0004
Nedok.Výr./V	0,0181	0,0103	0,0155	0,0139	0,0164
Výrobky/V	0,0299	0,0176	0,0225	0,0248	0,0150
Zboží/V	0,0023	0,0021	0,0020	0,0033	0,0027
Jiné zásoby/V	0	0	0	0	0

## Příloha 4 - Pyramidový rozklad ukazatele EVA – Equity v letech 2008 – 2012

**ROK 2008/2009**

<b>EVA</b>	
-81362,8356	-110712,0370
-29349,2014	0,3607
-29349,2014	

<b>VK</b>	
412231	513874
101643	0,2466
-20980	

<b>ROE - R<sub>E</sub></b>	
-0,1974	-0,2154
-0,0181	0,0916
-8369,1801	

<b>ROE</b>	
0,1028	0,0892
-0,0136	-0,1325
-6304,8386	

<b>R<sub>E</sub></b>	
0,3002	0,3046
0,0045	0,0149
-2064,3415	

<b>EAT/EBIT</b>	
0,4271	0,4943
0,0673	0,1575
6558,245437	

<b>EBIT/A</b>	
0,0456	0,0457
0,0001	0,0023
104,02	

<b>A/VK</b>	
5,2808	3,9488
-1,3319	-0,2522
-12967,11	

<b>R<sub>F</sub></b>	
0,0455	0,0467
0,0027	0,0264
-555,66	

<b>R<sub>PODNIK</sub></b>	
0,0349	0,0377
0,0027	0,0787
-1271,95	

<b>R<sub>FIN STAB</sub></b>	
0,1000	0,1000
0,0000	0,0000
0,00	

<b>R<sub>LA</sub></b>	
0,0198	0,0203
0,0005	0,0259
-236,73	

<b>R<sub>FINSTR.</sub></b>	
0,1000	0,1000
0,0000	0,0000
0	

<b>EAT/EBT</b>	
0,7523	0,6888
-0,0635	-0,0844
-3978,19	

<b>EBT/EBIT</b>	
0,5677	0,7177
0,1500	0,2642
10536,43	

<b>EBIT/V</b>	
0,0145	0,0164
0,0019	0,1309
5520,01	

<b>V/A</b>	
3,1432	2,7859
-0,3573	-0,1137
-5415,99	

<b>VK/VK</b>	
1	1
0	0
0,00	

<b>Ost.P/VK</b>	
0,0174	0,0131
-0,0043	-0,2470
-41,88	

<b>CZ/VK</b>	
4,2634	2,9357
-1,3276	-0,3114
-12925,23	

<b>A/V</b>	
0,3181	0,3590
0,0408	0,1283
-5415,99	

<b>Pohl. za UZK/V</b>	
0,0000	0,0000
0,0000	0,0000
0,00	

<b>DA/V</b>	
0,1679	0,1926
0,0248	0,1476
-3288,58	

<b>OA/V</b>	
0,1473	0,1610
0,0137	0,0930
-1817,83	

<b>Ost. A/V</b>	
0,0029	0,0053
0,0023	0,7952
-309,58	

<b>Rezervy / VK</b>	
0,1779	0,4923
0,3144	1,7673
3061,10	

<b>Závazky / VK</b>	
2,2295	1,1979
-1,0316	-0,4627
-10042,74	

<b>Bank. úvěry / VK</b>	
1,8560	1,2454
-0,6105	-0,

## ROK 2009/2010

EVA	
-110712,0370	-107584,2819
3127,7551	-0,0283
3127,7551	
VK	
513874	600891
87017	0,16934
-17164	
ROE - R <sub>F</sub>	
-0,2154	-0,1790
0,0364	-0,1690
20291,2989	
ROE	
0,0892	0,1147
0,0255	0,2861
14224,2112	
R <sub>F</sub>	
0,3046	0,2937
-0,0109	-0,0357
6067,0878	
EAT/EBIT	
0,4943	0,6023
0,1080	0,2185
11241,49159	
EBIT/A	
0,0457	0,0578
0,0121	0,2651
13369,13	
A/VK	
3,9488	3,2946
-0,6542	-0,1657
-10386,41	
R <sub>F</sub>	
0,0467	0,0371
-0,0096	-0,2056
-753,88	
R <sub>PRODNIK</sub>	
0,0377	0,0378
0,0002	0,0047
13,98	
R <sub>FINSTAB</sub>	
0,1000	0,0979
-0,0021	-0,0207
-162,30	
R <sub>LA</sub>	
0,0203	0,0209
0,0006	0,0298
47,42	
R <sub>FINSTR</sub>	
0,6888	0,7769
0,0881	0,1280
6921,873174	
EAT/EBT	
0,6888	0,7769
0,0881	0,1280
6848,51	
EBT/EBIT	
0,7177	0,7753
0,0576	0,0802
4392,98	
EBIT/V	
0,0164	0,0228
0,0064	0,3880
18699,06	
V/A	
2,7859	2,5392
-0,2466	-0,0885
-5329,94	
VK/VK	
1,0000	1,0000
0,0000	0,0000
0,00	
Ost.P/VK	
0,0131	0,0163
0,0032	0,2414
50,26	
CZ/VK	
2,9357	2,2783
-0,6574	-0,2239
-10436,67	
Rezervy / VK	
0,4923	0,3894
-0,1029	-0,2090
-1633,85	
Závazky / VK	
1,1979	1,0141
-0,1839	-0,1535
-2919,26	
Bank. úvěry / VK	
1,2454	0,8748
-0,3706	-0,2976
-5883,57	
A/V	
0,3590	0,3938
0,0349	0,0971
-5329,9356	
Pohl. za UZK/V	
0,0000	0,0000
0,0000	0,0000
0,00	
DA/V	
0,1926	0,2182
0,0256	0,1329
-3913,34	
OA/V	
0,1610	0,1728
0,0117	0,0728
-1792,59	
Ost. A/V	
0,0053	0,0028
-0,0025	-0,4671
375,99	
Provoz. N / V	
0,9631	0,9731
0,0099	0,0103
-31528,6733	
Finanč. N / V	
0,0251	0,0093
-0,0158	-0,6293
50227,7355	
Mimoř. N / V	
0,0000	0,0000
0,0000	0,0000
0,0000	
N <sub>na prod.zboží</sub> / V	
0,0929	0,0953
0,0024	0,0261
-2241,2276	
N <sub>mat.s energie</sub> / V	
0,5781	0,6540
0,0760	0,1314
-70308,5208	
N <sub>služby</sub> / V	
0,0904	0,1065
0,0161	0,1786
-14934,3335	
N <sub>osobní</sub> / V	
0,0867	0,0978
0,0111	0,1277
-10241,8037	
Odpisy / V	
0,0130	0,0129
-0,0002	-0,0118
142,5016	
N <sub>ostat.provoz.</sub> / V	
0,0773	0,0059
-0,0714	-0,9231
66054,7107	
Materiál / V	
0,0003	0,0002
-0,0001	-0,2961
7,5309	
Nedok. výroba / V	
0,0103	0,0155
0,0051	0,4935
-519,1081	
Výrobky / V	
0,0176	0,0225
0,0050	0,2832
-505,5518	
Zboží / V	
0,0021	0,0020
-0,0001	-0,0529
11,4216	
Ostat. zásoby / V	
0,0000	0,0000
0,0000	0,0000
0,0000	
Fin. majetek / V	
0,0579	0,0539
-0,0040	-0,0690
367,79	



## ROK 2010/2011

				EVA	
				-107584,2819	-144961,5775
				-37377,2955	0,3474
				-37377,2955	
		VK		ROE - R <sub>F</sub>	
		600891	661376	-0,1790	-0,2192
		60485	0,10066	-0,0401	0,2242
		-12043		-25334,0349	
		ROE		R <sub>F</sub>	
		0,1147	0,0677	0,2937	0,2869
		-0,0470	-0,4094	-0,0068	-0,0232
		-22121,7863		-3212,2485	
		EAT/EBIT		EBIT/A	
		0,6023	0,6652	0,0578	0,0332
		0,0629	0,1044	-0,0246	-0,4262
		4302,420384		-23391,71	
		A/VK		R <sub>F</sub>	
		3,2946	3,0703	0,0371	0,0351
		-0,2243	-0,0681	-0,0020	-0,0539
		-3032,50		-942,17	
		R <sub>PODNIK</sub>		R <sub>FINSTAB</sub>	
		0,0378	0,0318	0,0979	0,1000
		-0,0061	-0,1599	0,0021	0,0211
		-2850,84		973,61	
		R <sub>LA</sub>		R <sub>FINSTR</sub>	
		0,0209	0,0200	0,1000	0,1000
		-0,0008	-0,0400	0,0000	0,0000
		-392,85		0	
		EAT/EBT		EBT/EBIT	
		0,7769	0,8836	0,7753	0,7529
		0,1066	0,1372	-0,0224	-0,0288
		5571,88		-1269,46	
		EBT/V		V/A	
		0,0228	0,0131	2,5392	2,5325
		-0,0097	-0,4246	-0,0067	-0,0027
		-23276,85		-114,86	
		VK/VK		Ost.P/VK	
		1,0000	1,0000	0,0163	0,0492
		0,0000	0,0000	0,0330	2,0240
		0,00		445,57	
		CZ/VK		Rezervy / VK	
		2,2783	2,0210	0,3894	0,3342
		-0,2573	-0,1129	-0,0553	-0,1419
		-3478,07		-747,20	
		Závazky / VK		Bank. úvěry / VK	
		1,0141	0,9263	0,8748	0,7606
		-0,0877	-0,0865	-0,1143	-0,1306
		-1185,91		-1544,96	
		Pohl. za UZK/V		DA/V	
		0,0000	0,0000	0,2182	0,2285
		0,0000	0,0000	0,0103	0,0471
		0,00		-1124,97	
		OA/V		Ost. A/V	
		0,1728	0,1641	0,0028	0,0023
		-0,0087	-0,0502	-0,0006	-0,1974
		949,45		60,67	
		Kr. pohled./V		Dl.pohled./V	
		0,1051	0,0912	6,80E-05	1,17E-04
		-0,0138	-0,1318	4,90E-05	7,21E-01
		1796,84		-6,36	
		Zásoby/V		Fin. majetek / V	
		0,0548	0,0576	0,0539	0,0576
		0,0029	0,0522	0,0036	0,0672
		-370,99		-470,04	
		N <sub>na prod. zboží</sub> / V		N <sub>mat. a energie</sub> / V	
		0,0953	0,0784	0,6540	0,6928
		-0,0169	-0,1774	0,0388	0,0593
		45232,2482		-103801,9063	
		N <sub>služby</sub> / V		N <sub>osoby</sub> / V	
		0,1065	0,0999	0,0978	0,0947
		-0,0065	-0,0615	-0,0030	-0,0309
		17517,5777		8087,9758	
		Odpisy / V		N <sub>ostat. neproiz.</sub> / V	
		0,0129	0,0146	0,0059	0,0039
		0,0017	0,1313	-0,0020	-0,3435
		-4526,5835		5466,4210	
		Materiál / V		Nedok. výroba / V	
		0,0002	0,0004	0,0225	0,0139
		0,0002	1,3427	-0,0016	-0,1027
		-39,3093		263,9724	
		Výrobky / V		Zboží / V	
		0,0225	0,0248	0,0020	0,0033
		0,0022	0,0997	0,0013	0,6642
		-373,4231		-222,2267	
		Ostat. zásoby / V			
		0,0000	0,0000	0,0000	0,0000

ROK 2011/2012

		EVA	
		-144961,5775	-111167,7268
		33793,8506	-0,2331
		33793,8506	
		VK	
		661376	740282
		78906	0,11931
		-14572	
		ROE - R <sub>F</sub>	
		-0,2192	-0,1502
		0,0690	-0,3149
		48365,8645	
		ROE	
		0,0677	0,0888
		0,0211	0,3114
		-38028,1414	
		R <sub>F</sub>	
		0,2869	0,2390
		-0,0479	-0,1670
		86394,0059	
		EAT/EBIT	
		0,6652	0,6538
		-0,0115	-0,0172
		2472,119365	
		EBIT/A	
		0,0332	0,0495
		0,0163	0,4912
		-56353,23	
		A/VK	
		3,0703	2,7474
		-0,3229	-0,1052
		15852,97	
		R <sub>F</sub>	
		0,0351	0,0231
		-0,0120	-0,3419
		21634,76	
		R <sub>PODNIK</sub>	
		0,0318	0,0365
		0,0047	0,1487
		-8524,98	
		R <sub>FIN. STAB.</sub>	
		0,1000	0,0871
		-0,0129	-0,1287
		23198,04	
		R <sub>LA</sub>	
		0,0200	0,0202
		0,0001	0,0059
		-214,62	
		R <sub>FINSTR.</sub>	
		0,1000	0,0721
		-0,0279	-0,279
		50300,81	
		EAT/EBT	
		0,8836	0,8175
		-0,0660	-0,0747
		11061,53	
		EBT/EBIT	
		0,7529	0,7997
		0,0468	0,0621
		-8589,41	
		EBIT/V	
		0,0131	0,0196
		0,0065	0,4962
		-56838,82	
		V/A	
		2,5325	2,5239
		-0,0086	-0,0034
		485,59	
		VK/VK	
		1,0000	1,0000
		0,0000	0,0000
		0,00	
		Ost. P/VK	
		0,0492	0,1142
		0,0650	1,3199
		-3190,87	
		CZ/VK	
		2,0210	1,6331
		-0,3879	-0,1919
		19043,84	
		Rezervy / VK	
		0,3342	0,2675
		-0,0667	-0,1996
		3273,91	
		Závazky / VK	
		0,9263	0,8001
		-0,1262	-0,1362
		6195,94	
		Bank. úvěry / VK	
		0,7606	0,5655
		-0,1950	-0,2564
		9573,99	
		A/V	
		0,3949	0,3962
		0,0013	0,0034
		485,5926	
		Pohl. za UZK/V	
		0,0000	0,0000
		0,0000	0,0000
		0,00	
		DA/V	
		0,2285	0,2266
		-0,0019	-0,0084
		-690,81	
		OA/V	
		0,1641	0,1681
		0,0040	0,0244
		1447,13	
		Ost. A/V	
		0,0023	0,0015
		-0,0007	-0,3326
		-270,73	
		Kr. pohled./V	
		0,0912	0,0991
		0,0079	0,0868
		2543,14	
		Dl. pohled./V	
		0,0001	0,0001
		0,0000	0,0251
		0,94	
		Zásoby/V	
		0,0576	0,0508
		-0,0068	-0,1188
		-2200,80	
		Fin. majetek / V	
		0,0576	0,0610
		0,0034	0,0597
		1103,85	
		N na prod. zboží / V	
		0,0784	0,0757
		-0,0027	-0,0341
		-47347,1334	
		N mat. a energie / V	
		0,6928	0,6823
		-0,0105	-0,0152
		-186310,531	
		N služby / V	
		0,0999	0,1069
		0,0070	0,0698
		123703,8331	
		N obojí / V	
		0,0947	0,0943
		-0,0005	-0,0051
		-8575,3350	
		Odpisy / V	
		0,0146	0,0153
		0,0007	0,0469
		12121,7544	
		N ostat. provoz. / V	
		0,0039	0,0059
		0,0020	0,5237
		36248,0049	
		Materiál / V	
		0,0004	0,0004
		0,0000	-0,0586
		-6,7434	
		Nedok. výroba / V	
		0,0139	0,0164
		0,0025	0,1831
		707,7514	
		Výrobky / V	
		0,0248	0,0150
		-0,0098	-0,3942
		-2723,2418	
		Zboží / V	
		0,0033	0,0027
		-0,0006	-0,1913
		-178,5697	
		Ostat. zásoby / V	
		0,0000	0,0000
		0,0000	

Příloha 5 - Pyramidový rozklad EVA – Equity odvětví v letech 2008 – 2012

**Rok 2008/2009**

<b>EVA</b>	
-2243388,7521	-1230032,8866
1013355,8655	-0,4517
1013355,8655	

<b>VK</b>	
40312676	40181902
-130774	-0,0032
5640	

<b>ROE - R<sub>E</sub></b>	
-0,0556	-0,0306
0,0250	-0,4499
1007715,5136	

<b>ROE</b>	
0,1161	0,1456
0,0295	0,2544
1188661,6848	

<b>R<sub>E</sub></b>	
0,1717	0,1762
0,0045	0,0262
-180946,1711	

<b>EAT/EBIT</b>	
0,6211	0,6970
0,0758	0,1221
605901,5748	

<b>EBIT/A</b>	
0,0814	0,0993
0,0180	0,2212
1049080,85	

<b>A/VK</b>	
2,2972	2,1030
-0,1942	-0,0845
-466320,74	

<b>R<sub>F</sub></b>	
0,0455	0,0467
0,0012	0,0264
-261462,42	

<b>R<sub>PODNIK</sub></b>	
0,0349	0,0377
0,0027	0,0787
-598505,07	

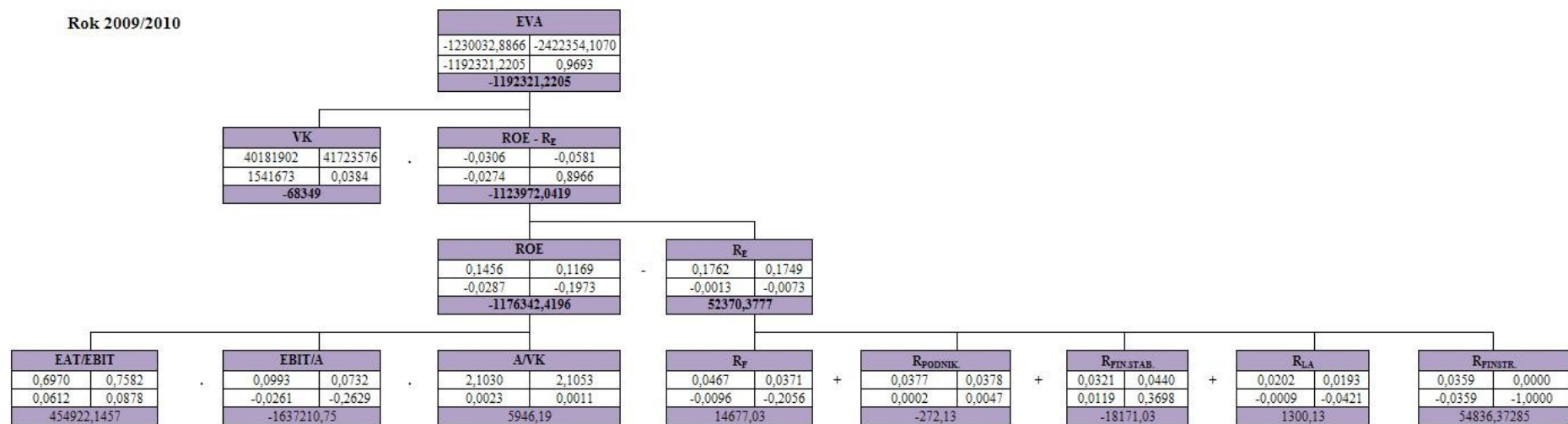
<b>R<sub>FIN STAB.</sub></b>	
0,0210	0,0321
0,0112	0,5331
-2434989,12	

<b>R<sub>LA</sub></b>	
0,0227	0,0202
-0,0025	-0,1119
554089,13	

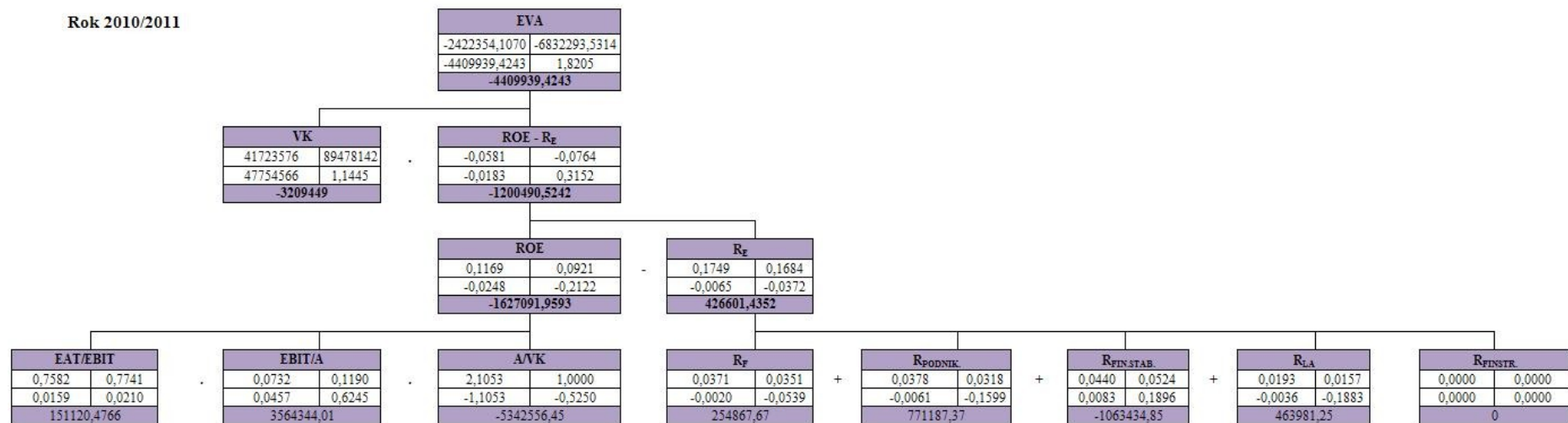
<b>R<sub>FINSTR.</sub></b>	
0,0476	0,0359
-0,0117	-0,2467
2559921,307	



Rok 2009/2010



Rok 2010/2011



Rok 2011/2012

